creative commons

COMMONS DEED

저작자표시-비영리-동일조건변경허락 2.0 대한민국

이용자는 아래의 조건을 따르는 경우에 한하여 자유롭게

- 이 저작물을 복제, 배포, 전송, 전시, 공연 및 방송할 수 있습니다.
- 이차적 저작물을 작성할 수 있습니다.

다음과 같은 조건을 따라야 합니다:

저작자표시. 귀하는 원저작자를 표시하여야 합니다.

비영리. 귀하는 이 저작물을 영리 목적으로 이용할 수 없습니다.

동일조건변경허락. 귀하가 이 저작물을 개작, 변형 또는 가공했을 경우에는, 이 저작물과 동일한 이용허락조건하에서만 배포할 수 있습니다.

- 귀하는, 이 저작물의 재이용이나 배포의 경우, 이 저작물에 적용된 이용허락조건을 명확하게 나타내어야 합니다.
- 저작권자로부터 별도의 허가를 받으면 이러한 조건들은 적용되지 않습니다.

저작권법에 따른 이용자의 권리는 위의 내용에 의하여 영향을 받지 않습니다.

이것은 이용허락규약(Legal Code)을 이해하기 쉽게 요약한 것입니다.

Disclaimer

dCollection

경영학석사 학위논문

기업지배구조가 기업의 미래경영성과와 이익의 질에 미치는 영향

-소액주주 변수를 중심으로-

2012년 2월

부경대학교 대학원

경 영 학 과

김 무 성

경영학석사 학위논문

기업지배구조가 기업의 미래경영성과와 이익의 질에 미치는 영향

-소액주주 변수를 중심으로-

지도교수 김 진 황

이 논문을 경영학석사 학위논문으로 제출함

2012년 2월

부경대학교 대학원

경 영 학 과

김 무 성

金武星의 經營學碩士 學位論文을 認准함

2012년 2월

주 심 경영학박사 박 영 병 (인)

위 원 경영학박사 이 진 수 (인)

위 원 경영학박사 김 진 황 (인)

<목 차>

<Abstract>

Ⅰ. 서 론 ····· 1
1. 연구의 배경 및 목적 ····· 1
2. 연구의 방법 및 구성 ····· 2

Ⅱ. 이론적 배경과 선행연구 고찰 ····· 4
1. 기업지배구조와 소액주주 ····· 4
2. 소액주주운동 ····· 13
3. 기업가치와 이익의 질 ····· 18

Ⅲ. 실증분석을 위한 연구 설계 ····· 21
1. 연구 가설의 설정 ····· 21
2. 연구모형의 설정 ····· 22
3. 변수의 정의 ····· 24
4. 표본의 선정 ····· 27

Ⅳ. 실증분석결과 ····· 30
1. 변수의 기술통계 분석 ····· 30
2. 주요변수의 상관관계 분석 ····· 31
3. 회귀분석 결과 ····· 34
4. 모형의 강건성 검증 ····· 42

Ⅴ. 결 론 ····· 49

< 참고문헌 > ····· 53

<표 차례>

< 표 Ⅲ-1> 표본의 구성 ····· 29
< 표 Ⅳ-1> 주요 변수들의 기술통계량 ····· 30
< 표 Ⅳ-2> 주요변수들 간 상관관계 분석결과 ····· 32
< 표 Ⅳ-3> 미래경영성과와 기업지배구조변수들 간 회귀분석 결과 ····· 34
< 표 Ⅳ-4> 이익의 질과 기업지배구조변수들 간 회귀분석 결과 ····· 37
< 표 Ⅳ-5> 미래경영성과와 소액주주운동을 포함한 기업지배구조변수들 간 회귀분석 결과 ····· 39
< 표 Ⅳ-6> 이익의 질과 소액주주운동을 포함한 기업지배구조변수들 간 회귀분석 결과 ····· 41
< 표 Ⅳ-7> 미래경영성과와 기업지배구조변수들 간 회귀분석 결과 (소액주주 지분율 상하 4% 극단치 제거) ····· 43
< 표 Ⅳ-8> 미래경영성과와 소액주주운동을 포함한 기업지배구조 변수들 간 회귀분석 결과 (소액주주 지분율 상하 4% 극단치 제거) ····· 44
< 표 Ⅳ-9> 미래경영성과와 기업지배구조변수들 간 회귀분석 결과 (제조업만 분석) ····· 45
< 표 Ⅳ-10> 미래경영성과와 소액주주운동을 포함한 기업지배구조 변수들 간 회귀분석 결과 (제조업만 분석) ····· 46
< 표 Ⅳ-11> 미래경영성과와 기업지배구조변수들 간 회귀분석 결과 (제조업과 도·소매업만 분석) ····· 47
< 표 Ⅳ-12> 미래경영성과와 소액주주운동을 포함한 기업지배구조 변수들 간 회귀분석 결과 (제조업과 도·소매업만 분석) ····· 48

A Corporate Governance Impact on Corporate Future Management Performance and Quality of Earnings.

-Targeting on Minority Shareholders-

Moo Sung Kim

Department of Business Administration

The Graduate School of Pukyong National University

Abstract

In Korea, the right of minority shareholders has been reinforced more and more with IMF's request on the improvement of transparency in corporate management and by the revision of commercial law since the foreign exchange crisis of 1997. Being initiated by the opportunity of Samsung case to issue private placement convertible bond and Korea First Bank case, the movement of minority shareholders has been progressed vigorously whose major participant has been a civic group PSPD (People's Solidarity for Participatory Democracy).

However, most of precedent studies relating to corporate governance so far excluded the minority shareholders as a variable as they had less influence on corporate governance, in view of the fact that major large enterprises in Korea take the form of conglomerate-oriented 'owner' management.

Hence, this study tried to present an empirical study on the ever expanding role of minority shareholders; by the changes in the percentage of minority

shareholders and by the movement of minority shareholders, what impact would be on future corporate management performance and, by extension from simple changes in the performance, on the quality of corporate income.

The data used in this study were as follows: the financial data of the listed companies to Korea Exchange (December settlement corporations, excluding financial business) from 2005 to 2007 were extracted from the KIS-Value of Korea Investors Service Co. Ltd., and the variables for corporate governance from 2005 to 2007 were extracted directly from the Data Analysis, Retrieval and Transfer System (DART) of the Financial Supervisory Service.

Future non-discretionary net income (NDNI) was used as the proxy for corporate future management performance, and the proxy for the quality of earnings was the discretionary accruals measured by Jones (1991) model and Dechow et al. (1995) model which was revised from Jones model; both of them were used as dependent variables. On these dependent variables, the impacts of corporate governance relating variables including minor shareholders and other control variables were analyzed by a multiple regression model.

The results of this empirical study are as follows:

1) If the percentage of minority shareholders (MS) increases, future corporate management performance appears to be decreased.
2) As the percentage of minority shareholders (MS) increases, the management adjusts the earnings even lower or adjusts the earnings to be lesser.
3) Once minority shareholder's right was executed (MINOR), that company's future management performance appears to be reduced.
4) The execution of minority shareholder's right (MINOR) does not make meaningful results in the adjustment of earnings by the management.

As minority shareholder's influences on the corporate governance seem to be ever increasing down the road, better organized and logical studies should be performed so that minority shareholders should be highlighted with their role as a member of corporate governance.

PUKYONG NATIONAL UNIVERSITY
부경대학교

Ⅰ. 서론

1. 연구의 배경 및 목적

그간 우리나라에서는 일본의 '자이바쯔'와는 구별되는, '재벌(chaebol)'이라는 독특한 기업경영방식이 우리나라의 경제를 이끌어 왔다. 이러한 우리나라의 '재벌'들은 전문 경영인에 의한 기업경영보다는 기업의 '오너' 스스로가 기업 경영을 하는 방식이 대다수였다.

이러한 '오너'경영은 의사진행 속도가 빠르고, 강력한 리더쉽으로 회사의 결속력을 높임으로써 장기적이고 안정적인 기업운영을 할 수 있었다. 그러나 '오너'경영은 오너경영의 독단적인 기업지배구조가 불가피하다는 점을 이용해 기업의 투명성을 떨어뜨리고 소액주주의 권리를 무시하는 등 기업의 견제와 균형의 원리를 어렵게 하였다.

그러나 최근 우리나라에서는 기업의 경영진을 견제하려는 소액주주들의 움직임이 많이 포착되고 있다. 2011년 한 해에만 해도 현대차·SK·한화그룹 등 우리나라의 대표적인 대기업에 대해 소액주주들이 그룹 오너에 대해 주주가치 훼손 또는 과도한 겸직을 이유로 주총에서 단체로 반대표를 던지는 일이 일어났다.[1] 비단 대기업뿐만 아니라 국보디자인·대국·씨모텍 등 코스닥 업체에서도 소액주주들이 경영진을 견제하며 본격적인 소액주주 운동을 위해 의결권을 확보하고 있다.

이러한 오너와 소액주주 간의 문제는 결국 '주인-대리인'문제의 연장이라고 할 수 있을 것이다.

---

1) 조시영(2011.04.22), '국민연금, 해외주총서 첫 반대표', 매일경제.

과거 기업의 '주인-대리인'문제와 관련된 연구들은 기업의 '주주와 경영자'에 관한 연구가 주를 이루었다. 우리나라에서는 우리나라의 주요 기업들이 대부분 재벌중심의 가족지배형태임을 감안, '대주주와 외부주주'에 관한 연구가 많이 진행되어 왔다. 그러나 선행 연구들은 대주주 지분율, 대주주와 특수관계인의 지분율, 외국인투자자 지분율, 기관투자자 지분율과 같은 기업소유구조변수나 사외이사나 감사와 같은 기업지배구조 변수를 사용하고, 다른 주주들에 비해 더욱 심각한 대리인 비용을 부담하는 소액주주라는 변수를 제외시킨 연구가 대다수였다.

우리나라는 현재 상장폐지 실질심사 강화 및 한계기업의 시장퇴출 등으로 대주주나 경영진에 대한 소액주주들의 감시 및 경영참여 활동이 계속 증가할 것으로 예상되고 있다. 즉, 상법 개정 이후 양적·질적(법률)으로 커져가는 소액주주의 역할에 대해 '부실기업 감시를 위한 필수 요소인가?' 혹은 '단기수익만 쫓는 개미인가?'라는 물음에 답해 줄 선행연구도 부족한 실정이다.

따라서 본 연구에서는 소액주주 지분율을 중심으로 한 기업지배구조가 기업의 미래경영성과와 이익의 질에 미치는 영향을 실증 분석하고자 한다. 또한 추가적으로 소액주주의 권익찾기 운동인 소액주주운동이 기업의 미래경영성과와 이익의 질에 미치는 영향을 알아보고자 한다.

2. 연구의 방법 및 구성

본 연구는 커져가는 소액주주들의 역할에 대해 소액주주 지분율의 증감과 소액주주운동이 기업의 미래경영성과에 어떤 영향을 미치는지, 또한 단순한 기업경영성과의 증감에서 더 나아가 기업 이익의 질에 어떤 영향을

미치는지 검증해 보고자 한다.

이러한 목적을 달성하기 위하여 본 연구에서는 먼저 소액주주에 대한 특성과 역할에 대한 선행연구와, 기업가치와 이익의 질을 연구한 선행연구를 수집하고 검토하였다. 이러한 선행연구의 수집과 검토는 문헌연구를 통하여 이루어 졌다.

지금까지의 선행연구결과를 보면, 기업지배구조는 기업의 가치와 이익의 질에 유의미한 관련성을 나타낸다는 것을 알 수 있다. 그러나 기업지배구조를 구성하는 변수로서 소액주주라는 변수는 제외되어 연구가 진행되어 온 것이 사실이었다. 따라서 본 연구에서는 그동안 제외되어왔던 소액주주 지분율이라는 기업지배구조 변수를 중심으로 기업가치와 이익의 질에 미치는 영향력을 다중회귀분석을 통해 검증한다.

본 논문에서 사용되는 종속변수에는 '수정 Jones모형'에 의해서 측정된 재량적 발생액(Discretionary Accruals)과 비재량적 발생액(Nondiscretionary Accruals)을 구분하여 각각의 계산식에 포함시켰으며, 각종 기업관련 재무자료와 주가자료는 한국신용평가(주)의 KIS-Value와 금융감독원 전자공시시스템(DART)에서 제공하는 정보를 이용한다. 수집된 자료를 바탕으로 'SPSS 12.0K for Windows' 통계프로그램을 이용하여 다중회귀분석을 실시한다.

본 논문의 구성은 다음과 같다. 제 Ⅰ장의 서론에서는 연구의 목적과 배경, 방법과 구성, 제 Ⅱ장에서는 기업지배구조와 소액주주, 소액주주운동, 기업가치, 이익의 질의 이론적 배경과 선행연구의 고찰, 제 Ⅲ장에서는 가설 설정 후 변수의 정의, 표본의 선정, 연구모형을 제시하며 제 Ⅳ장에서는 실증분석결과를 제시한다. 제 Ⅴ장에서는 연구결과를 요약하여 실증분석에 따른 결론과 시사점, 한계점을 제시한다.

Ⅱ. 이론적 배경과 선행연구의 고찰

1. 기업지배구조와 소액주주

가. 기업지배구조

기업지배구조란 기업 경영에 직·간접적으로 참여하는 이해관계자들의 역학관계를 표현하는 것으로, 기업을 경영하고 감시하는 힘이 누구에게 얼마만큼 배분되어 있는지를 의미한다.

해를 거듭할수록 시장 경제가 국제적으로 확산되고 자본의 국가 간 이동이 늘어나면서 단기적인 기업의 성과나 시장의 재료에 의한 수익이 아닌, 보다 장기적이고 안정적인 수익을 낼 수 있는 기업의 공통점을 찾아내고자 하는 수요가 늘어나게 되었다.

이러한 이유로 과거부터 기업지배구조에 대한 연구가 많이 이루어지게 되었고, 그 결과 미국을 중심으로 하는 선진 자본주의 국가에서는 우수한 기업지배구조가 기업경쟁력의 원천이며 한 나라 경제의 장기적이고 안정적인 성장의 기본요건이라는 인식이 확산되어 있다.

훌륭한 기업지배구조가 기업과 국가경제에 도움이 된다는 사실은 기업지배구조에 관련된 많은 국·내외적 규제와 법률을 만들게 했다. 그 예로써 OECD(Organization for Economic Cooperation and Development: 경제협력개발기구)는 '기업지배구조의 기본원칙'을 제정했고, 우리나라도 1997년 외환위기 때 IMF로부터 구제 금융을 받으면서 그 양해각서에 기업지배구조의 개선을 조건으로 하였다.

그 후 우리나라는 1998년 이후 몇 차례에 걸친 상법의 개정과 증권거래법의 개정을 통해 기업지배구조 개선안을 마련하고 사외이사제도 강화, 감사위원회 설치, 집단소송제, 대표소송제 등을 꾸준히 추진해오는 등 기업지배구조를 올바르게 하려는 노력을 기울여 왔다.

과거부터 진행 되어 왔던 많은 선행연구에 의해 기업지배구조는 경영자의 비효율적인 투자활동을 견제하고 그 보상수준을 결정하는 등 기업투명성과 기업성과에 직접적으로 관련되어 있다는 것이 알려졌다.

이상철(2008)은 주주와 경영자 사이의 전통적인 대리인문제와, 소액주주와 지배주주 사이의 대리인문제 발생가능성에 따라 대리인문제 유형을 구분하고, 각각의 대리인문제 유형이 회계이익의 정보성에 미치는 영향을 분석하였다. 그리고 이익의 정보성을 높이는데 공헌하는 기업지배구조의 감시역할을 외국인투자자와 사외이사로 구분하여, 대리인문제 유형별로 기업지배구조가 이익의 정보성에 미치는 영향의 차이를 살펴보았다. 실증분석 결과, 소액주주와 지배주주와의 대리인문제보다 주주와 경영자 사이의 대리인문제가 이익의 정보성에 미치는 영향이 큰 것으로 나타났다. 또한 주주와 경영자 사이의 전통적인 대리인문제 발생가능성이 높은 경우 이익의 정보성이 낮은 것으로 나타났으나 소액주주와 지배주주 사이의 대리인문제 발생가능성과 이익의 정보성과는 유의적인 결과를 발견할 수 없었다. 두 가지 대리인문제의 발생가능성이 높은 경우가 낮은 경우보다 이익의 정보성이 낮으며, 주주와 경영자 사이의 대리인문제 발생가능성이 높은 경우 이사회를 통한 감시가 이익의 정보성을 높이는데 효과적인 것으로 나타났다.

조용탁·김경호(2010)는 한국거래소 상장기업을 대상으로 기업지배구조가 이익의 질 및 기업가치에 미치는 영향을 검증하였다. 실증분석 결과 첫째, 사외이사의 참석률이 높을수록, 비상임감사보다는 상임감사, 감사위원

회가 설치될수록, 최대주주의 지분율이 낮을수록, 기관투자자가 많이 투자한 기업일수록 이익의 질이 높았다. 둘째, 사외이사 비율이 낮을수록, 감사위원회가 설치되고, Big4(5)인 경우 ROA가 높았다. 셋째, 기업지배구조에 의한 이익의 질이 높고 경영성과가 좋으면 미래누적영업현금흐름과 미래누적ROA가 높아지는 것으로 나타나 기업의 가치가 높아진다. 즉 좋은 기업지배구조는 이익의 질 및 경영성과에 양(+)의 상관관계를 가지며, 기업지배구조에 의한 이익의 질 및 경영성과는 기업가치를 높인다는 것을 검증하였다.

이호영 등(2008)은 기업의 지배구조, 특히 최대주주 지분율과 이익조정의 상관관계를 살펴보았다. 특히 최대주주 지분율이 기업의 이익조정에 미치는 영향을 획일적으로 규정하지 않고, 상이한 이익조정 유인 구간에 따라 서로 다른 영향을 미칠 수 있다는 사실을 실증 분석을 통해 검증하였다. 최대주주 지분율이 높은 기업은 상향의 이익조정 동기를 가지고 있더라도 발생액만을 이용해 이익을 상향 조정하며, 이는 상향의 실제 이익조정이 미래 기업 가치까지 희생해야 하기 때문에, 최대주주 지분율이 높은 기업은 보다 장기적 관점에서 기업을 경영한다는 것을 의미한다.

곽영민·장지경(2010)은 기업지배구조가 보고이익의 정보력에 미치는 영향력을 연구하였다. 다양한 기업지배구조의 형태 중 외환위기 이후 기업지배구조 개선사업의 핵심이라 볼 수 있는 사외이사와 감사위원회에 대한 기업 내부적 구성과 운영 실태에 초점을 두고 연구한 결과, 단순한 사외이사 비율과 이익정보력 사이에는 통계적으로 유의한 관련성을 보이지는 않았으나, 사외이사비율이 법정비율을 초과할 경우 이익정보력에 긍정적인 효과를 미치며, 전문적 지식 또는 경력을 보유한 감사위원이 많을수록 보고이익의 정보력이 향상됨을 검증하였다.

정우성(2010)은 기업지배구조의 특성에 따른 이익의 정보효과를 연구

하여 기업지배구조와 가치관련성 연구를 확장시켜 이들 정보가 주가에 적절히 반영되는지를 분석했다. 연구 결과 기업지배구조 중 이사회를 나타내는 사외이사비율과 소유구조를 나타내는 외국인주주지분율이 높을수록 가치관련성이 높은 것으로 나타났다. 또한 기업지배구조가 좋은 기업과 그렇지 못한 기업에 대한 정보를 투자자들이 인식하고 의사결정 하는지를 알아보고자 한 연구에서는 사외이사비율과 외국인주주 지분율정보가 높은 기업과 낮은 기업에 관계없이 또한 Big4 제휴법인인지 아닌지에 관계없이 보고이익 및 이익구성요소는 자본시장에서 주식가격에 합리적으로 반영되고 있는 것으로 나타났다.

고동원(2010)은 엔터테인먼트 산업을 중심으로 계속기업의 여부를 확인하기 위해 채무불이행의 가능성 판단, 부도위기의 원인, 원리금상환능력, 부실예측 등을 하는데 중요한 회계지표인 현금흐름에 초점을 두고 기업의 지배구조가 현금흐름에 미치는 영향을 분석하였다. 연구 결과 영업현금흐름에 대해 부채비율은 음(-), 기업규모는 양(+)의 영향을 미치고 있었고 이는 부채비율이 낮을수록, 기업규모가 클수록 영업활동으로 인한 현금흐름이 양호함을 의미한다. 또한 설명력은 다소 떨어지나, 기업규모가 음(-)의 방향으로 기업의 투자활동으로 인한 현금흐름에 영향을 미치는 결과가 나타났는데, 이러한 현상은 우리나라의 엔터테인먼트 기업 특징의 하나인 우회상장을 통하여 자본시장에 진입하는 것과도 밀접한 관계가 있다고 밝히고 있다.

만약 기업투명성이 저해되어 기업의 소유지배괴리도가 커진다면, 지배주주의 사적이익 추구동기가 강화되고, 자본비용의 상승과 이로 인한 기업가치의 하락 현상이 더욱 심각해 질 것이다.[2] 우리나라는 기업이 성장할 때 계열사를 설립하고 지배주주가 직·간접적으로 경영에 참여하는 기업형

2) 김정재(2010), 재무회계이론, 신영사, pp.48-49.

태가 발달해 필연적으로 지배주주의 소유지배괴리도를 크게 하는 결과를 초래하였다.(김효진·윤순석, 2010)

안홍복(2009)은 기업지배구조에 따른 대주주간 경쟁가능성과 기업가치와의 관련성을 분석하였다. 보편적으로 사용하는 대주주 1인 또는 1인 지배주주의 가정에 따른 기업지배구조의 문제점을 분석하기 위해 복수의 주요대주주 존재와 그에 따른 기업가치 관련성을 실증 분석하여 복수의 주요대주주 존재와 기업가치 사이에 통계적으로 유의한 관련성이 존재한다는 실증증거를 제시하였다. 연구 결과 주요대주주간 지분율의 차이가 클수록 기업가치가 하락하는 것을 밝혀내었다. 즉 기업지배구조에서 지배권의 경쟁가능성이 낮다면 이것은 주요대주주의 감시효과가 제대로 발휘되지 못함을 의미한다.

홍수희·김명서(2009)는 이익조정과 기업지배구조 메커니즘이 장부가치의 대용변수로서의 경제적 부가가치(EVA)와 시장가치의 대용변수로서의 창출된 주주가치(CSV)간의 차이에 영향을 미치는지를 살펴보았다. 실증분석 결과 기업의 이익조정에 대한 대용변수인 재량적 발생액은 기업의 가치관련성을 나타내는 대용변수인 시장가치와 장부가치 간의 차이와 유의적인 양의 관련성이 있는 것으로 나타났다. 또한 이러한 변수들을 각각 종속변수로 사용하고 기업지배구조센터의 기업지배구조평가 세부 항목에 대한 개별기업의 평가점수를 백점만점으로 환산한 수치를 독립변수로 하여 기업지배구조가 이익조정에 영향을 미치는지를 살펴보고, 또한 기업지배구조가 각 개별기업의 가치관련성에도 영향을 미치는지 분석하였다. 분석결과는 기업지배구조의 세부항목 중 이사회와 경영과실배분에 대한 평가점수가 1%내에서 유의적으로 이익조정에 영향을 미치는 것으로 나타났고, 공시와 경영과실배분에 대한 평가점수가 1%내에서 유의적으로 기업의 가치관련성 정도에 영향을 미치는 것으로 나타났다.

이진수 등(2010)은 기업지배구조가 이익관리유형에 어떤 영향을 미치는지 알아보았다. 실증분석 결과 대주주 지분율이 높은 기업과 Big4 감사인에 의해 감사받는 기업에서의 이익관리가 다른 기업에서 보다 더욱 더 효율적인 것이 밝혀졌다. 반면에 규모가 큰 기업, 외국인 지분율이 높은 기업, 사외이사 비율이 높은 기업, 감사위원회가 존재하는 기업의 경우에는 추가적인 효율적 이익관리의 증거를 발견하지 못하였다.

나. 소액주주

외국의 경우와는 다르게 우리나라의 '주인-대리인 문제'에 관한 연구는 우리나라의 기업 실정에 맞는 '대주주와 외부주주'에 관한 연구가 주를 이루어 왔다. 그러나 '대주주와 외부주주'에 관한 선행연구들은 '소액주주'라는 변수를 제외한 연구가 대다수를 차지하고 있었다.

그 이유를 박범진(2009)의 연구에 따르면 '소액주주'라는 변수는 다른 기관투자자들에 비해 상대적으로 기업정보의 획득과 분석력이 용이하지 못하고 그간 기업경영에 응집된 영향력을 발휘하지 못한다는 이유로, 더 심각한 대리인 비용을 부담함에도 불구하고 기업지배구조 관련 선행연구에서 부각되지 못하였다라고 설명하고 있다.

우리나라의 증권거래법에서 정의하고 있는 소액주주는 다음과 같다. 상장법인이 발행한 주식총액 또는 출자총액의 1%에 해당하는 금액과 액면가 기준으로 3억 원 미만에 해당하는 금액 중 더 적은 금액에 해당하는 주식을 가진 주주, 단 최대주주 및 그 특수관계인은 이를 소액주주로 보지 아니한다.(증권거래법 시행령 제 9조의 2) 그리고 유가증권시장 상장규정 제 2조에 의하면 발행주식총수의 100분의 1에 미달하는 주식을 소유한 주주를 소액주주라고 정의(단, 최대주주 등에 해당하는 주주는 소액주주로

보지 아니한다.)하였다.

그 동안 우리나라 경제를 이끌어 왔던 대기업들은 기업공개를 통하여 증권시장에 상장되어 불특정 다수의 주주로부터 자기자본을 조달한 공공기업이다. 그럼에도 불구하고 세계경제환경변화에 발 빠르게 맞춰간다는 미명하에 오너경영체제를 이용하여 소액주주들의 권익을 침해해 왔다. 그리고 이에 무감각했던 소액주주들이 1997년 삼성 사모전환사채발행사건과 제일은행 사건을 계기로 자신들의 권리를 찾고자 하는 목소리를 높이게 되었다.

그 결과 우리나라에서는 1997년 외환위기 이후 IMF에 의한 기업투명성 개선에 대한 요구와, 개정상법을 통해 소액주주의 권한이 점점 더 강화되어 왔다. 2009년부터는 금융투자업을 건전하게 육성하기 위한 '자본시장통합법'이 시행되면서 투자자보호가 더욱 확대 되었다. 최근에는 인터넷을 통해 소액주주들 사이에 의견교환이 수월해 졌으며, 금융관련 서적이 보편화되고 관련 지식인들이 증가하여 소액주주운동이 체계화되었고, 기업경영에 대해 조직적인 영향력을 행사하고 있다.(박범진, 2009)

김명애(2011)는 개인대주주지분이 현금배분 규모에 미치는 영향이 기업 특성의 차이에 따라 어떻게 달라지는지를 조사함으로써, 개인대주주지분의 상승이 소액주주와 이익을 공유하는 방향으로 작용하는지 혹은 소액주주의 이익을 침해하는 방향으로 작용하는지를 분석하였다. 실증분석 결과, 정보비대칭 정도가 강하고 현금배분이 중요한 기업 또는 성장재원이 많이 필요한 기업이라는 특성은 개인대주주지분의 상승이 소액주주와 이익을 공유하는 의사결정을 이끌 가능성이 높았다. 그러나 여유현금이 풍부한 동시에 정보비대칭이 약한 기업 또는 미래의 성장가능성이 낮은 기업이라는 특성은 개인대주주지분의 상승이 주주간 대리인문제를 심화하는 방향으로 작용하여 소액주주의 이익을 침해할 가능성이 높음을 알 수 있었다.

박영기(2007)는 지배주주의 지배권과 소유권의 소유집중도가 기업가치에 미치는 영향과, 지배주주에 의한 지배권-소유권의 괴리가 기업가치에 미치는 영향을 분석하고 그 결과 이들 변수가 유발하는 소액주주에 대한 이익침해를 연구하였다. 실증분석 결과, 지배주주의 높은 현금흐름권(소유권)은 기업의 시장가치와 양(+)의 관계를 가지지만, 높은 지배권은 기업의 시장가치와 음(-)의 관계를 가지는 것으로 나타났다. 소유권과 지배권의 괴리는 낮은 시장가치와 관련성을 가지며, 이것을 지배주주에 의한 소액주주의 이익침해의 증거로 볼 때 지배권과 소유권의 차이가 증가할수록 기업가치는 하락하고 이는 지배주주의 사적이익추구로 인한 지배주주의 이익침해 현상을 의미한다고 볼 수 있다.

고승의(2007)는 소유경영자 기업에서 지배주주의 모럴 해저드가 소액주주 지분의 크기와 관련될 가능성을 조사하기 위하여, 소액주주 지분을 포함한 소유구조 변수가 자본이익률(ROE), 자산이익률(ROA) 및 부가가치 생산성(VAP)등의 경영성과에 미치는 영향을 비교 분석하여 조사하였다. 실증분서 결과, 소액주주 지분이 증가할수록 경영성과가 감소하였고, 감소의 정도는 ROE가 ROA나 VAP보다 컸다. 이는 소액주주 지분이 클수록 지배주주가 영업외비용 또는 인건비 등을 과다하게 지출하기 때문인 것으로 추정되었다. 그리고 지배주주의 지분 집중에 따른 경영성과에 대한 부정적인 영향은 ROE에서는 대주주 1인 지분 5% 이상 구간, ROA와 VAP에서는 대주주 1인 지분 25% 이상 구간에서 각각 관찰되었다. 한편 소액주주 지분의 주된 결정 변수는 경영성과 보다는 오히려 기업규모 및 업종인 것으로 관찰되었다.

이미정(2005)은 우리나라 기업의 취약한 소유구조 하에서 주주들의 이해상충 문제들이 기업가치에 어떻게 영향을 주는지를 분석하였다. 실증분석 결과, 소유권과 지배권 격차가 큰 기업일수록 기업가치가 낮아지는 것

으로 나타났다. 즉 지배주주가 적은 소유권을 가지고 높은 지배력을 행사해 지배주주가 이익을 보는 방향으로 자원을 이전시켜 소액주주를 수탈함을 알 수 있었다. 유의해서 보아야 할 점은, 총수의 지분이 증가하면 의사결정권이 강화되어 자신의 사적이익을 도모할 가능성이 많아져서 기업가치가 하락하지만, 지분율이 일정 수준 이상이 되면 총수와 일반주주들의 이해가 일치되어 기업가치는 다시 상승하는 것으로 나타났다.

김성환 등(2009)은 재벌 체제에서 지주회사 체제로 전환되는 과정에서 지배주주의 사적이익 극대화를 위한 이익조정이 나타나는 지를 알아보았다. 실증분석 결과, 지배주주와 소수주주의 이해상충은 지주회사 전환 과정에서 자회사 및 손자회사 주식 가치를 저평가 하려는 모습에서 나타날 수 있음이 밝혀졌다. 즉, 지주회사는 자회사 및 손자회사의 주식을 가진 관계회사로부터 낮은 가격에 주식을 매입하기 위하여 자회사 및 손자회사의 이익을 낮추는 이익조정을 하는 것이다. 이를 통해 지배주주는 지주회사를 통한 자회사 및 손자회사의 통제권을 더욱 확고히 할 수 있지만, 소수주주는 단기적으로 자신이 소유한 주식이 저평가되면서 손해를 입을 수 있다. 그러나 지배주주가 가지고 있는 자회사의 주식을 고평가하여 지주회사 주식과의 교환 비율을 지배주주에게 유리하게 이끌려는 모습은 나타나지 않았다.

권대현 등(2011)은 지배주주와 소액주주 사이의 대리인 문제가 회사 내부감시기구인 이사회 및 감사위원회의 구조에 미치는 영향을 분석하였다. 실증분석 결과, 지분율괴리도와 이사회의 규모, 독립성, 활동성 사이에는 유의적인 음(-)의 관계가 존재하였다. 또한 지분율괴리도와 지배주주의 의결권비율은 감사위원회 규모와 유의적인 음(-)의 관계를 가지고 있었다. 그러나 지분율괴리도나 의결권 및 배당권 비율은 모두 감사위원회의 독립성이나 활동성과는 유의적인 관련성을 가지고 있지 않았다. 이는 지배주주

-소액주주 간 대리인문제가 클수록 지배주주가 통제권을 이용하여 엄격한 감시 장치를 도입하지 않으려고 한다는 것을 의미한다. 따라서 이사회나 감사위원회가 큰 효과를 발휘할 수 없는 약화된 형식으로 구성되는 것을 볼 수 있었다.

2. 소액주주운동

소액주주운동이란 소액주주들의 흩어진 의결권을 모아서 대주주나 경영진의 전횡적인 경영을 견제하고 부실경영에 대한 책임을 물음으로써 소액주주들이 자신의 권익을 보호하기 위한 운동이다.(장하성, 1997)

우리나라를 비롯한 많은 국가들이 시민들의 자유와 평등을 실현하기 위해서 정치원리로서 민주주의를 채택하고, 경제 원리로서 자본주의를 채택하고 있다. 하지만 자유와 불평등이라는 상반된 이념의 문제가 시장 문제를 야기시켰다. 시장은 생산자와 소비자들을 연결하고, 상호작용하는 경쟁의 공간으로서 자원분배의 조정기능을 담당하지만, 인간의 불완전성으로 인해 불완전 경쟁시장에서는 그 기능을 제대로 수행하지 못하고 독과점과 개인보호 문제 등 많은 문제를 발생시켰다. 결국 시장의 문제에 있어 정부와 기업은 지속적으로 노력을 했지만 문제는 해결되지 못했고, 정부와 기업이 아닌 시민사회의 역할이 강조되고 있다.(이종용, 2007)

우리나라에서 본격적인 소액주주운동은 1997년 3월 삼성전자가 이건희 그룹 회장의 아들 이재용씨와 삼성물산에 각각 450억 원, 150억 원어치의 사모전환사채를 발행해 주면서 촉발됐다. 이후 제일은행 이사진을 상대로 한보철강에 부실여신을 제공하는 과정에서 열렸던 당시의 주주총회 의결이

무효라는 소송을 제기하는 등 시민단체인 참여연대를 중심으로 시작되었다.

우리나라에서는 기업들이 급변하는 세계경제환경에서 살아남기 위해, 의사진행 속도가 빠르고 강력한 리더쉽을 발휘할 수 있는 대주주 1인에 의한 경영체제가 이루어져 왔다.

이른바 오너경영이라 불리우는 이 경영체제는 유독 우리나라에서 발달해, 특유의 문어발식 사업 확장을 통해 결과적으로는 우리나라 경제가 세계적인 경쟁력을 가지는데 큰 역할을 했다는 것을 부인할 수는 없으며, 'chaebol'(재벌)이라는 명사를 우리나라 특유의 문어발식 사업을 하는 오너경영체제라는 의미로 세계 경제학계에서 통용되는 고유명사로 안착시키기까지 했다.

하지만 무분별한 사업 확장으로 인해 우리나라 중소기업의 자생력을 억제하고, 정부의 각종 특혜로 독과점적인 지위를 이용해 수요와 공급에 의해 이루어지는 적정가격을 무시하는 등 우리나라 경제에 먹구름을 끼친 것 역시 사실이다.

이와 같이 오너경영에 의해 우리나라 경제를 이끌고 있는 대기업이 우리나라 경제에 끼친 가장 큰 먹구름 중 하나가 바로 소액주주의 권익을 침해하는 경영행태이다.

장하성(1997)은 소액주주들의 권익이 침해되는 이유가 소액주주들이 경영에 참여할 수 있는 제도적인 장치가 전혀 없을 뿐 아니라 경영을 감독할 실질적인 조직과 힘이 없기 때문에 자신의 권익이 침해당한 경우에도 이에 대항하지 못하고 있다고 설명한다.

뿐만 아니라 기업공개를 통하여 증권시장에 상장된 기업은 불특정 다수의 주주로부터 자기자본을 조달한 공공기업임에도 불구하고, 우리나라 경제에 미치는 영향력 때문에 우리나라의 대기업들은 대주주 소유의 개인

기업형태로 경영이 이루어지고 있는 것이 묵인되고 있는 실정이라고 설명하고 있다.

그러나 1997년 삼성전자 사모전환사채 사건과 제일은행사건이 소액주주들이 자신들이 깨닫지 못했던 권익침해를 인식하는 계기가 되었고 고려대학교 장하성 교수를 필두로 한 참여연대와 같은 시민단체가 소액주주운동을 주도하게 된다.

김용원(2008)에 의하면 참여연대의 소액주주운동을 세 시기로 구분할 수 있다. 첫 번째 시기인 1997년부터 2001년까지는 경제위기에 대한 대응으로 글로벌 스탠다드(Global Standard)로 불리는 신자유주의적 경제개혁 조치들이 도입되었다. 이 시기에는 소액주주운동과 관련해 소수주주권을 행사할 수 있는 요건이 완화되었고 기업지배구조 개선을 위한 조치들이 도입되었다. 이러한 조치들과 경제위기에 대한 재벌의 책임론은 사회적으로 재벌을 개혁해야 한다는 여론을 형성시켰다. 이 시기 소액주주운동은 운동을 실행할 수 있는 제도적 여건과 영향력을 행사할 수 있는 사회적 여론의 조성덕분에 활발한 활동과 함께 높은 사회적 지지를 받게 된다.

두 번째 시기인 2002년부터 2005년까지는 자본자유화 조치가 완료됨에 따라 외국자본이 한국 경제에 대거 유입되는 시기이다. 참여연대의 소액주주운동이 의도하지 않게 소버린자산운용에 의한 한국기업의 적대적 M&A에 도움을 주게 되자 소액주주운동에 대한 부정적인 시각이 증폭되었다. 이로 인해 참여연대의 소액주주운동이 국부를 유출시키고 외국자본에 이로운 환경을 조성시킨다는 비판이 제기되었고, 이 시기 소액주주운동은 외국자본에 대한 부정적인 여론과 함께 전 시기에 비해 쇠퇴하는 국면을 맞이하게 된다.

세 번째 시기인 2006년부터 2007년까지는 한국 증시의 활황세와 함께 간접투자상품이 각광을 받게 되면서 기관투자자의 영향력이 강화되는 시기

이다. 소액주주라는 특성 때문에 영향력이라는 측면에서 근원적으로 한계를 가질 수 밖에 없었던 소액주주들은, 참여연대의 소액주주가 아닌 기관투자자 입장에서 기업지배구조를 개선하고자 하는 장하성 펀드의 출범으로 변화를 맞이하게 된다. 그러나 주식시장은 장하성 펀드를 기업지배구조 개선보다는 특정한 기업의 주가에 더 많은 영향을 끼치는 일종의 주가 변동을 위한 수단으로 이해하고 있었다. 이 시기의 소액주주운동은 기관투자자의 주주행동주의로 변화했지만 재테크에 대한 열풍과 함께 본래의 목적과는 다르게 인식되며 기능하고 있었다고 볼 수 있다.

이종용(2007)은 참여연대의 소액주주운동이 소액주주들의 권리를 보장하기 위한 운동이며, 기업에 대한 소액주주들의 경영참여의 기회를 도모하는 등 기업 독점의 문제에 대한 시민사회의 역할이 부각된 대표적인 사례라고 강조한다.

이렇듯 우리나라에서는 1997년 IMF를 계기로 몇 차례에 걸친 상법개정과, 기업 경영을 투명하게 해야 한다는 여론 등에 힘입은 증권거래법 개정을 통해 소액주주의 이익이 침해된 경우 주주가 이에 대해 쉽게 법적 대응할 수 있도록 소액주주의 대표소송에 필요한 지분과 장부열람권에 필요한 지분이 낮아지는 등 소액주주에 관한 소송의 문턱이 점점 낮아지게 되었다.

이상민(2006)은 주주자본주의 경제체제를 채택하고 있으면서 동시에 기업의 사회적 책임 개념이 일찍이 발달한 미국의 소액주주운동 사례와, 재벌체제를 채택하고 있으면서 기업의 사회적 책임에 관해 강한 윤리적 요구를 경험하고 있는 한국의 소액주주운동 사례를 비교, 분석하였다. 연구결과, 두 나라 주주행동주의의 추진주체, 작동기제, 주요수단, 이념적 기반 등에 있어 미국의 초창기 주주행동주의 유형이 현재 한국의 유형과 매우 유사한 모습을 띄고 있음을 발견했다. 즉, 한국에서 주주행동주의 그 자체

가 미국식 주주자본주의를 기반으로 출발하였다는 사실을 고려할 때, 그리고 한국은 외환위기 이후 금융개방화를 통해 주주자본주의를 기반으로 하는 미국식 신자유주의 체제의 도입이 가속화되고 있다는 점을 감안할 때, 향후 한국의 주주행동주의 역시 많은 부분에서 미국과의 차이점보다는 유사성이 더 많이 부각될 것으로 보았다. 이는 주주행동주의의 주요 행위주체인 기업과 소액주주들이 배태되어 있는 제도적 환경이 바뀌고 있다는 의미이자, 이들이 상호작용하며 형성하는 사회적 관계 또한 바뀌고 있다는 의미라고 밝히고 있다.

소액주주운동 중 법률적으로 인정되는 것이 바로 주식회사의 주주권 중 하나인 '소수주주권'이다.

'소수주주권'이란 대주주와 그 이익을 대표하는 이사의 지나친 행동을 억제하고, 주주 전체의 이익을 지키기 위해 소액주주에게 주어진 권리를 말한다. 1주의 주주라도 행사할 수 있는 단독주주권과는 다르며, 일정 비율의 주식보유(1/100, 3/100, 또는 10/100 이상의 주식 수)를 요건으로 한다.

그러나 2009년 개정 상법은 상장회사에 대해서는 그 행사요건을 완화하였으며(상법 제542조의6) 정관으로 더욱 완화할 수도 있도록 하였다. (상법 제542조의6 제2항) 발행 주식 총수의 10분의 1 이상을 요건으로 하는 소수주주권으로는 회사의 해산청구권(상법 제520조 제1항)과 회사정리개시신청권(회사정리법 제30조 제2항) 등이 있다. 그리고 20분의 1 이상을 요건으로 하는 것에는 이사의 해임청구권(상법 제358조 제2항), 총회소집청구권(사법 제366조), 회계장부열람권(상법 제466조), 회사의 업무와 재산상태의 검사청구권(상법 제467조 제1항), 청산인의 해임청구권(상법 제539조 제2항), 이사의 위법 행위에 대한 유지청구권(상법 제402조), 대표소송(상법 제324조, 제403조, 제467조의2 제4항) 등이 있다. 1인 또는 수인의 보유주식수를 합산하여 법에서 정하는 일정의 주식수가 되어야 그 행사를 할 수 있

다는 점에서 1주의 주주에게도 부여되는 단독주주권과 구별된다.

김효진·윤순석(2010)에 따르면 우리나라는 기업의 지배구조를 개선하기 위해 정부가 경영권보호정책이나 규제위주의 산업정책을 점차적으로 폐지하고 기업경영의 방식을 시장원리에 따르도록 유도하고 있다. 이에 따라, 구법상의 소액주주권의 행사요건이 너무 엄격하게 규정된 나머지 실효성을 거둘 수 없었다고 판단하여 소액주주권의 행사요건을 완화하고 소액주주의 권리를 강화하려는 목적에서 상법과 자본시장법(구 증권거래법)을 개정하였다.

3. 기업가치와 이익의 질

기업가치의 측정방법에는 여러 가지가 있다. 흔히 주식시장에서는 PER(Price Earning Ratio: 주가수익비율)이나 PBR(Price Book-value Ratio: 주가순자산비율)등이 많이 쓰인다. 그러나 경영학이나 회계학의 선행연구에서는 기업가치를 여러 가지 대용변수를 사용함으로써 연구를 진행시켰다.

오준환(2009)은 한국과 미국 자본시장의 기업지배구조와 회계정보 및 기업가치를 비교 연구한 논문에서 기업가치에는 증권가치, 수익률, 자본비용 등이 있고 이러한 변수는 주가, 주식수익률, 채권수익률, 자기자본비용, 타인자본비용, 가중평균자본비용 등으로 측정됨을 밝히고 있다.

조용탁·김경호(2010)는 기업지배구조가 기업가치에 미치는 영향을 검증하기 위해 기업가치의 대용변수로써 미래누적현금흐름, 미래누적총자산수익률, Tobin's Q를 사용하였다.

이진수 등(2010)은 미래경영성과의 측정치로서 미래이익, 미래현금흐름, 미래비재량이익을 선행연구에 기초를 두고 채택하였다.

이익의 질(earnings quality)은 원론적인 차원에서 회계이익이 '힉스(Hicks)의 이익'을 충실하게 표현하는 정도로 정의되고 있다. '힉스(Hicks)의 이익'이란 기말에도 기초의 부의 수준을 유지하면서 기중에 소비할 수 있는 최대금액으로 정의된다.[3)]

많은 연구자들이 이익의 질을 서로 다르게 측정하고 서로 다른 대용치를 사용하고 있다. 회계적인 관점에서 나타나는 정보 불균형의 대표적인 요소는 이익조정에 따른 이익의 질이며(조용탁·김경호, 2010), 많은 선행연구에서 이익의 질을 측정하기 위한 대용변수로서 재량적 발생액을 사용하고 있다. 재량적 발생액은 이익조정과 동의어로 선행연구에서 사용되어 왔고, 거의 모든 이익의 질 연구의 구심점 역할을 하고 있다.[4)]

기현희(2010)는 코스닥에 신규로 상장한 기업을 대상으로 주주의 지분율이 기업가치와 재량적 발생액, 즉 이익의 질에 어떻게 영향을 미치는지를 연구하였다. 실증분석 결과, 소액주주지분율과 외국인지분율은 일반기업에서 기업가치와 양(+)의 상관관계를 보였고, 재량적 발생액에 유의적인 음(-)의 영향을 미치고 있는 것으로 나타났다. 이는 소액투자지분율이 신규상장기업의 효율적 경영감시자로서의 역할을 하고 있는 것으로 해석할 수 있다.

김문철 등(2010)은 재량적 발생액을 사용하여 내부자거래와 관련된 이익조정동기를 살펴보았다. 기업의 내부자가 보유 중인 자사 주식을 보다 높은 가격으로 처분하거나 자사 주식을 보다 낮은 가격으로 매입하기 위하여 이익조정을 행하는지를 실증적으로 분석하였다. 실증분석 결과, 재량적

3) 김정재, 전게서, pp.213-214.
4) 상게서, p.204.

발생액은 해당 재량적 발생액이 포함된 이익이 공시된 후에 수행된 내부자 매도거래와 양(+)의 관계를, 내부자 매수거래와는 음(-)의 관계를 보였다. 또한 내부자거래 전의 이익조정은 소규모 기업, 신생기업, 고성장기업 및 재무분석가의 수가 적은 기업 등 정보비대칭이 큰 기업에서 더욱 심화되었다.

조용탁·김경호(2010)에 의하면 회계적인 관점에서 나타나는 정보불균형의 대표적인 요소는 이익조정에 따른 이익의 질이며, 많은 선행연구에서 이익의 질을 측정하기 위한 대용변수로서 재량적 발생액을 사용하였다고 밝히고 있다.

홍수희·김명서(2009)는 기업의 이익조정에 대한 대용변수인 재량적 발생액은 기업의 가치관련성을 나타내는 대용변수인 장부가치와 시장가치와의 차이와 유의적인 양의 관련성이 있음을 검증했다.

특히 이진수 등(2010)은 대주주 지분율이 높을수록, 감사품질이 높을수록 효율적인 이익관리의 특성이 나타남을 검증했고, 조용탁 등(2010)은 사외이사의 참석률이 높고, 상임감사, 감사위원회가 설치될수록, 최대주주의 지분율이 낮을수록, 기관투자자가 많이 투자한 기업일수록 이익의 질이 높다는 것을 검증하였다.

Ⅲ. 실증분석을 위한 연구 설계

1. 연구 가설의 설정

약한 결집력 때문에 권리행사를 소극적으로 참여하는 무임승차자가 많다는 문제로 인하여, 그동안의 소유구조 논문에서는 소액주주의 역할을 기업지배구조에서 배제해 왔다. 그러나 최근 일련의 사례들을 통해 소액주주의 활동은 기업경영의 견제와 감시에 매우 중요한 영향을 미치고 있음을 알 수 있다.

대주주지분율이 높을수록 자신을 위해 보고이익을 높일 가능성이 크다는 선행연구(박종일, 2003)는 다른 말로 대주주지분율이 높을수록 대주주의 영향력이 크다는 말이며, 반대로 하면 대주주지분율이 낮을수록 대주주의 영향력이 낮아진다는 것을 의미한다.

이에 본 연구자는 대주주 지분율이 낮으면 상대적으로 소액주주의 영향력이 발휘될 수 있을 것으로 보았다. 즉 소액주주의 활동이 클수록 기업경영에 대한 압력은 커지게 되며 기업의 경영자는 소액주주가 있다는 그 자체만으로도 그들의 압력이 잠재적으로 행사될 수 있기 때문에 기업의 경영을 투명하게 하고, 가치를 훼손시킬 수 있는 악의적인 이익조정을 자제할 것으로 예상되어 진다. 또한 소액주주의 활동성은 소액주주가 많아질수록 활발해질 가능성이 높기 때문에 소유구조 내에 소액주주의 지분율은 기업에 대한 소액주주의 영향력과 비례할 것으로 보인다. 따라서 본 연구는 기업의 미래경영성과와 이익의 질에 영향을 미치는 독립변수로서 소액주주 지분율을 사용해 다음과 같은 가설을 설정하였다.

가설 1. 소액주주 지분율은 기업의 미래경영성과와 관련성이 있을 것이다.

가설 2. 소액주주 지분율은 이익의 질과 관련성이 있을 것이다.

김효진·윤순석(2010)은 소유지배괴리도가 낮은 기업집단에서 소액주주권의 권리행사가 유의하게 활발한 것을 검증했다. 즉 대규모기업집단의 소유지배괴리도는 사외이사의 활동성과 소액주주들의 권리행사와 같은 기업지배구조 변수에 영향을 미치는 것을 알 수 있었다. 이에 본 연구는 소액주주들의 권리행사인 소액주주운동의 행사 여부를 독립변수로 하여 기업의 미래경영성과와 이익의 질에 미치는 영향을 추가적으로 검증해 보고자 아래와 같은 가설을 설정했다.

가설 1-1. 소액주주운동은 기업의 미래경영성과와 관련성이 있을 것이다.

가설 2-1. 소액주주운동은 기업의 이익의 질과 관련성이 있을 것이다.

2. 연구모형의 설정

본 연구는 기업지배구조가 기업의 미래경영성과와 이익의 질에 어떤 영향을 미치는지 소액주주라는 변수를 중심으로 살펴봄으로써, 소액주주지분율과 소액주주운동의 효과를 검증하여 기업 경영자를 포함한 자본시장

참여자들에게 유용한 정보를 제공하고자 한다.

본 연구에서는 상기의 가설들을 검증하기 위해 다음과 같이 회귀모형식을 설정하였다.

$$NDNI_{it+1} = a + b_1 OWN_{it} + b_2 FOR_{it} + b_3 MS_{it} + b_4 RISK_{it} + b_5 LEV_{it} + b_6 SIZE_{it} + b_{7-11} IND_{it}^{DM} + b_{12-13} YD_{it}^{DM} + \varepsilon$$ <모형 1>

$$NDNI_{it+1} = a + b_1 MINOR_{it}^{DM} + b_2 OWN_{it} + b_3 FOR_{it} + b_4 MS_{it} + b_5 RISK_{it} + b_6 LEV_{it} + b_7 SIZE_{it} + b_{8-12} IND_{it}^{DM} + b_{13-14} YD_{it}^{DM} + \varepsilon$$ <모형 1-1>

$$DA_{it} = a + b_1 OWN_{it} + b_2 FOR_{it} + b_3 MS_{it} + b_4 RISK_{it} + b_5 LEV_{it} + b_6 SIZE_{it} + b_{7-11} IND_{it}^{DM} + b_{12-13} YD_{it}^{DM} + \varepsilon$$ <모형 2>

$$DA_{it} = a + b_1 MINOR_{it}^{DM} + b_2 OWN_{it} + b_3 FOR_{it} + b_4 MS_{it} + b_5 RISK_{it} + b_6 LEV_{it} + b_7 SIZE_{it} + b_{8-12} IND_{it}^{DM} + b_{13-14} YD_{it}^{DM} + \varepsilon$$ <모형 2-1>

$NDNI_{it+1}$: 기업 i의 $t+1$년도 비재량이익((영업현금흐름 + 비재량발생액)/총자산))

DA_{it} : 기업 i의 t년도 재량적 발생액

OWN_{it} : 기업 i의 t년도 대주주지분율

FOR_{it} : 기업 i의 t년도 외국인투자자지분율

MS_{it} : 기업 i의 t년도 소액주주지분율

$RISK_{it}$: 기업 i의 t년도 영업위험((매출채권 + 재고자산)/총자산)

LEV_{it} : 기업 i의 t년도 부채비율(당기장부가치 총부채/총자산)

$SIZE_{it}$: 기업 i의 t년도 기업규모(ln(장부가치 총자산))

IND_{it}^{DM}: 산업더미변수

YD_{it}^{DM}: 연도더미변수

$MINOR_{it}^{DM}$: 기업 i의 t년도 소수주주권 행사여부 더미변수

<모형 1>은 <가설 1>을 검증하기 위한 것으로 소액주주지분율을 중

심으로 한 기업지배구조가 기업의 미래경영성과의 대용치인 비재량이익에 미치는 영향력을 검증하기 위한 모형이다. 추가적으로 <모형 1-1>은 <가설 1-1>을 검증하기 위한 것으로써 소액주주운동이 기업의 미래경영성과에 미치는 영향을 검증하기 위해 소수주주권 행사여부를 더미변수로 추가한 모형이다.

<모형 2>는 <가설 2>를 검증하기 위한 것으로 기업지배구조가 기업의 이익의 질의 대용변수인 재량적 발생액에 미치는 영향력을 검증하기 위한 모형이다. 추가적으로 <모형 2>는 <가설 2-1>을 검증하기 위한 것으로 소수주주권의 행사여부가 기업의 이익의 질에 미치는 영향력을 검증하기 위한 모형이다. 그리고 기업의 미래경영성과와 이익의 질에 미치는 영향을 통제하기 위하여 각 모형에 영업위험($RISK_{it}$), 부채비율(LEV_{it}), 기업규모($SIZE_{it}$)를 포함시켰다.

3. 변수의 정의

분석에 사용된 변수는 비재량이익, 재량적 발생액, 대주주지분율, 외국인투자자지분율, 소액주주지분율, 소수주주권 행사여부가 있으며, 이러한 변수들은 다음과 같이 산정되었다.

가. 비재량이익

기업의 가치를 측정하는 변수는 여러 가지가 있다. 이진수 등(2010)은 기업가치의 대용변수로서 미래경영성과를 사용하였고 그 측정치로써 미래

이익, 미래현금흐름, 미래비재량이익을 선행연구에 기초를 두고 사용하였다. 특히 비재량이익과 영업현금흐름은 이익에 내재된 어떠한 재량적 발생액 요소도 포함되어 있지 않기 때문에 신뢰성이 높은 것으로 판단했다. 이에 본 연구자도 미래경영성과의 대리변수로써 비재량이익을 사용하고자 한다. 비재량이익의 계산식은 다음과 같다.

$$NDNI_{it}(\text{비재량이익}) = CFO_{it}(\text{영업활동 현금흐름}) + NDA_{it}(\text{비재량적 발생액})$$

나. 재량적 발생액

기업의 회계이익을 산출해 내기 위해서는 담당자의 판단이나 추정이 필수적으로 개입된다. 이때 현금흐름의 측정에서보다는 발생의 기록에 있어 담당자의 자의적인 판단이 문제가 된다. 그런데 발생도 자의적 판단의 결과로 나타나는 재량적 발생(Discretionary Accruals: DA)과 비교적 조작의 대상이 되기 어려운 비재량적 발생(Nondiscretionary Accruals: NDA)으로 나누어 질 수 있다.(김정재, 2010)

재량적 발생액(DA)은 발생액(Accruals)에서 비재량적 발생액(NDA)을 차감하여 계산한다.

$$DA(\text{재량적 발생액}) = Accruals(\text{발생액}) - NDA(\text{비재량적 발생액})$$

발생액은 기업의 재무제표에서 간단히 계산할 수 있다.

$$NI(\text{순이익}) = CFO(\text{영업활동으로 인한 현금흐름}) + Accruals(\text{발생액})$$

그러나 DA와 NDA는 재무제표에 공시되지 않으므로 추정에 의존할

수밖에 없다. 일반적으로 DA는 발생액에서 NDA의 추정치를 차감하여 계산하므로 DA의 정확성은 NDA를 얼마나 정확하게 추정하였는가에 달려 있다. 이익조정 연구에서 이익조정 여부의 검증은 DA의 통계적 유의성으로 판단하므로 NDA를 정확히 추정하는 작업은 매우 중요하다.[5)]

선행연구에서는 NDA를 추정하기 위하여 여러 가지 모형이 사용되었다. 본 연구에서는 재량적 발생액 연구에서 가장 많이 사용되는 Jones(1991)모형을 수정한 Dechow et al.(1995)모형(이하 '수정 Jones모형')을 사용한다. '수정 Jones모형'의 계산식은 다음과 같다.

$$DA_{it} = \left(\frac{TAC_{it}}{A_{it-1}}\right) - \left[a_0\left(\frac{1}{A_{it-1}}\right) + a_1\left(\frac{\triangle REV_{it} - \triangle AR_{it}}{A_{it-1}}\right) + a_2\left(\frac{PPE_{it}}{A_{it-1}}\right)\right]$$

TAC_{it} : 기업 i의 t년도 발생액

$\triangle REV_{it}$: 기업 i의 t년도 매출액 변화분($first\ differnce$)

PPE_{it} : 기업 i의 t년도 설비자산

A_{it-1} : 기업 i의 $t-1$년도 총자산

DA_{it} : 기업 i의 t년도 재량적 발생액

$\triangle AR_{it}$: 기업 i의 t년도 매출채권 변화분($first\ difference$)

다. 대주주지분율

해당 결산기의 사업보고서의 주식소유규모별분포에 발표하는 기업의 대주주의 숫자와 비율 정보를 대주주지분율로 한다.

5) 권수영·김문철·손성규·최관·한봉희(2010), 자본시장에서의 회계정보 유용성, 신영사, p.377

라. 외국인투자자지분율

해당 회계연도 마지막 거래일의 보통주 외국인보유율 값으로 한국증권전산(KOSCOM)으로부터 수신 받은 데이터를 외국인투자자지분율로 한다.

마. 소액주주지분율

사업보고서의 주식소유규모별분포에 발표하는 기업의 소액주주의 숫자와 비율 정보를 소액주주지분율로 한다.

바. 소수주주권 행사여부

금융감독원 전자공시시스템(DART)에 공시되는 기업정보 중 정기적으로 공시되는 '사업보고서' 안의 '이사회 등 회사의 기관 및 계열회사에 관한 사항' 중 '주주의 의결권 행사에 관한 사항'에 나와 있는 소수주주권 행사여부로 정의한다.

4. 표본의 선정

본 연구에서 사용된 표본기업은 2005년 1월 1일에서 2007년 12월 31 사이에 한국증권거래소에 상장되어 있는 기업을 대상으로 하였으며, 분석에 사용된 표본의 선정기준은 다음과 같다.

첫째, 2005년 1월 1일부터 2007년 12월 31일 동안에 한국증권거래소에

상장된 기업

둘째, 회계결산일이 12월 31일인 법인기업

셋째, 금융, 증권, 보험업을 제외한 비금융업 기업

넷째, 연구기간동안 감사의견이 적정인 기업

다섯째, 선정기간동안 연구에 필요한 재무자료와 주가자료를 한국신용평가(주)의 KIS-Value를 이용해 추출 가능한 기업

여섯째, KSI-9 산업 분류의 대분류에 의한 분류 후 표본기업이 10개 미만인 산업은 제외

일곱째, 연구기간 동안 기업지배구조의 각 투자자별 지분율이 측정 가능한 기업

첫 번째와 다섯 번째, 그리고 일곱 번째의 기준은 본 연구에 적합한 기업을 선정하기 위함이고, 두 번째와 세 번째 기준은 자료의 동질성을 확보하기 위하여 동일한 조건을 보유한 기업을 선정하기 위한 기준이다. 마지막으로 네 번째 기준과 여섯 번째 기준은 재무자료의 신뢰성을 높이기 위한 기준이다.

위의 조건들을 만족하는 기업을 연도별로 추출한 결과 다음과 같이 2005년부터 2007년까지 1,050개의 표본을 확보하였다.

< 표 Ⅲ-1> 표본의 구성

년도	제조업	도매 및 소매업	운수업	건설업	출판, 영상, 방송통신 및 정보서비스업	전문, 과학 및 기술 서비스업	합계
2005	269	24	10	23	10	14	350
2006	269	24	10	23	10	14	350
2007	269	24	10	23	10	14	350
총합	807	72	30	69	30	42	1,050

PUKYONG NATIONAL UNIVERSITY
부경대학교

Ⅳ. 실증분석결과

1. 변수의 기술통계 분석

< 표 Ⅳ-1>은 본 연구에 이용된 1,050개 전체표본의 기술통계를 나타낸 것이다.

< 표 Ⅳ-1> 주요 변수들의 기술통계량

변수		최소값	최대값	평균	중위수	표준편차
NDNI	비재량이익	-1.219	0.292	0.030	0.035	0.085
DA	재량적 발생액	-0.441	0.400	0.006	0.005	0.083
MINOR	소수주주권 행사여부	0	1	0.018	0.000	0.133
OWN	대주주 지분율	0.010	93.520	35.993	34.550	18.067
FOR	외국인 지분율	0.010	87.540	14.688	8.380	16.653
MS	소액주주 지분율	3.060	87.800	36.077	34.370	15.424
RISK	영업위험	0.003	1.237	0.286	0.274	0.147
LEV	부채비율	0.058	0.942	0.438	0.444	0.184
SIZE	기업규모	23.504	31.809	26.696	26.397	1.480

비재량이익(NDNI)과 재량적 발생액(DA)은 각각 평균(0.030, 0.006)과 중위수(0.035, 0.005)의 차이가 크지 않았으며, 표준편차(0.085, 0.083)도 크지 않아 값이 고루 분포됨을 알 수 있었다.

소수주주권 행사여부는 행사한 기업보다 행사하지 않은 기업이 훨씬

많았으며, 소유권관련 통계를 보면 대주주 지분율(OWN)과 소액주주 지분율(MS)은 평균(35.993, 36.077)과 중위수(34.550, 34.370)는 크게 차이가 나지 않았지만 표준편차(18.067, 15.424)가 큰 것으로 보아 각 기업별 대주주 지분율(OWN)과 소액주주 지분율(MS)은 크게 차이가 나는 것을 알 수 있었다. 특히 소액주주 지분율(MS)의 평균은 약36%로 지분율의 크기만을 고려해 볼 때 대주주를 충분히 견제와 감시할 수 있을 것으로 예상된다. 소유구조에 있어 특이한 점은 외국인 지분율(FOR)의 중위수(8.380)가 평균(14.688)보다 많이 작고 표준편차(16.653)가 큰 것으로 보아 외국인 투자자는 특정회사에 치우쳐서 투자하는 것을 알 수 있었다.

영업위험(RISK)의 평균은 0.286이며 중위수는 0.274로 나타났다. 부채비율(LEV)의 평균은 0.438이고 중위수는 0.444이며, 기업규모(SIZE)의 평균은 26.696이고 중위수는 26.397이다. 세 변수 모두 평균과 중위수의 차이가 크지 않고 표준편차가 크지 않아 각 기업별로 값이 고루 분포됨을 알 수 있었다.

2. 주요변수의 상관관계분석

< 표 Ⅳ-2>는 본 연구의 연구모형에 포함된 종속변수와 설명변수들 간에 유의성을 살펴보기 위한 피어슨(Pearson) 상관관계 분석결과를 나타낸 것이다.

< 표 Ⅳ-2> 주요변수들 간 상관관계 분석결과

	NDNI	DA	MINOR	OWN	FOR	MS	RISK	LEV	SIZE
NDNI	1	0.016	-0.070 (**)	0.082 (***)	0.234 (***)	-0.188 (***)	0.071 (**)	-0.119 (***)	0.156 (***)
DA		1	-0.042	0.053 (*)	-0.005	-0.089 (***)	0.071 (**)	-0.016	0.005
MINOR			1	-0.084 (***)	0.049	0.023	-0.031	-0.004	0.049
OWN				1	-0.118 (***)	-0.552 (***)	0.089 (***)	-0.100 (***)	-0.138 (***)
FOR					1	-0.029	-0.167 (***)	-0.082 (***)	0.464 (***)
MS						1	-0.017	0.161 (***)	0.069 (**)
RISK							1	0.005	-0.431 (***)
LEV								1	0.260 (***)
SIZE									1

주1) NDNI: 비재량이익, DA: 재량적 발생액, MINOR: 소수주주권 행사여부 더미변수, OWN: 대주주 지분율, FOR: 외국인 지분율, MS: 소액주주 지분율, RISK: 영업위험, LEV: 부채비율, SIZE: 기업규모.
주2) 변수의 정의는 위와 같고, 괄호 밖은 Pearson 상관계수이며, 괄호 안의 ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타냄.

분석결과를 보면, 비재량이익(NDNI)과 소수주주권 행사여부(MINOR)는 상관계수가 -0.070으로 5% 수준에서 유의한 음(-)의 관련성을 나타내었다. 이는 소수주주권의 행사는 기업에 있어, 기업 경영자의 자의적 개입이 없는 순수한 기업의 이익을 줄어들게 하는 효과가 있는 것으로 보여 진다. 대주주 지분율(OWN)과는 상관계수가 0.082로 1% 수준에서 유의한 양(+)의 관련성을 나타내고 있어, 대주주 지분율(OWN)이 높은 기업이 이익조정 여지가 없는 순수한 기업의 가치도 높다는 것을 알 수 있다. 외국인

지분율(FOR)과도 상관계수가 0.234로 1% 수준에서 유의한 양(+)의 관련성을 나타내고 있고, 영업위험(RISK)과 기업규모(SIZE)와도 각각 5%, 1% 수준에서 유의한 양(+)의 관련성이 나타나는 것을 알 수 있다. 그러나 소액주주 지분율(MS)과 부채비율(LEV)과는 상관계수가 각각 -0.188, -0.119고 모두 1% 수준에서 유의한 음(-)의 관련성을 나타내었다. 이는 소액주주 지분율(MS)이 많거나 부채비율(LEV)이 많을수록 이익조정 없는 순수한 기업의 가치는 적어진다는 것을 의미한다.

재량적 발생액(DA)은 대주주 지분율(OWN)과 10% 수준에서 유의한 양(+)의 상관관계를 보였고, 영업위험(RISK)과도 5% 수준에서 유의한 양(+)의 상관관계를 보였지만, 소액주주 지분율(MS)과는 상관계수가 -0.089로 1% 수준에서 유의한 음(-)의 상관관계를 보였다. 이는 기업이 대주주 지분율(OWN)이나 영업위험(RISK)이 커질수록 이익조정을 많이 한다는 것을 나타내며, 반대로 소액주주 지분율이 커지면 기업 경영자는 이익조정을 덜 한다는 것을 나타낸다.

대주주 지분율(OWN)은 영업위험(RISK)과 1% 수준에서 유의한 양(+)의 상관관계를 보였지만 소수주주권 행사여부(MINOR)와 외국인 지분율(FOR), 소액주주 지분율(MS), 부채비율(LEV), 기업규모(SIZE)와 모두 1% 수준에서 유의한 음(-)의 상관관계를 보였다.

기업규모(SIZE)는 소액주주 지분율(MS)과 5% 수준에서 유의한 양(+)의 상관관계를 나타내는 것으로 보아 기업규모가 커질수록 소액주주 지분율도 높아진다는 것을 알 수 있었다. 부채비율(LEV)과는 1% 수준에서 유의한 양(+)의 상관관계를 보이고, 영업위험(RISK)과는 1% 수준에서 유의한 음(-)의 상관관계를 나타내는 것으로 보아 기업규모(SIZE)가 커질수록 부채비율(LEV)은 커지고 영업위험(RISK)은 작아지는 것을 알 수 있었다.

3. 회귀분석 결과

가. 모형 1의 회귀분석 결과

<표 Ⅳ-3>은 소액주주지분율을 포함한 기업지배구조 변수가 비재량이익에 미치는 영향을 나타낸 것이다.

< 표 Ⅳ-3> 미래경영성과와 기업지배구조변수들 간 회귀분석 결과

$$NDNI_{it+1} = a + b_1 OWN_{it} + b_2 FOR_{it} + b_3 MS_{it} + b_4 RISK_{it} + b_5 LEV_{it} + b_6 SIZE_{it} + b_{7-11} IND_{it}^{DM} + b_{12-13} YD_{it}^{DM} + \varepsilon$$

변수	모형 1 회귀분석 결과				
	비표준화		표준화	t	VIF
	B	표준오차	β		
(상수)	-0.297	0.061		-4.856	
OWN	0.000	0.000	0.040	1.117	1.522
FOR	0.001	0.000	0.137***	4.013	1.399
MS	-0.001	0.000	-0.142***	-4.023	1.515
RISK	0.115	0.019	0.199***	5.995	1.338
LEV	-0.076	0.015	-0.166***	-5.033	1.308
SIZE	0.013	0.002	0.222***	5.801	1.768
IN제조업^{DM}	-0.020	0.013	-0.098	-1.518	5.006
IN건설업^{DM}	-0.008	0.016	-0.024	-0.511	2.655
IN도·소매업^{DM}	-0.010	0.016	-0.028	-0.603	2.556
IN운수업^{DM}	-0.010	0.019	-0.019	-0.500	1.779
IN출판·서비스업^{DM}	0.014	0.019	0.029	0.755	1.730
Y2005^{DM}	0.025	0.006	0.139***	4.164	1.347
Y2006^{DM}	0.029	0.006	0.162***	4.862	1.340
F	14.597***				
R^2	0.157				
Adj R^2	0.146				

주1) $NDNI_{it+1}$: 비재량이익, OWN: 대주주 지분율, FOR: 외국인 지분율, MS: 소액주주 지분율, RISK: 영업위험, LEV: 부채비율, SIZE: 기업규모, IN산업^{DM}: 각 산업별 더미변수, Y연도^{DM}: 각 연도별 더미변수.
주2) 변수의 정의는 위와 같고, ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타냄.

모형 1의 F값을 살펴보면 회귀모형이 1% 수준에서 유의하게 나타났으

며, 모든 변수들의 VIF값이 10이하로 나타나 다중공선성의 문제는 없어, 모형의 설정은 적절한 것으로 나타났다. 모형의 설명력을 나타내는 R^2와 수정된 R^2는 각각 15.7%, 14.6%로 나타났다.

모형의 1의 결과를 살펴보면, 소액주주 지분율(MS)은 회귀계수가 -0.142고 1% 수준에서 유의하게 나타났다. 이는 소액주주 지분이 증가할수록 경영성과가 감소한다는 고승의(2007)의 선행연구 결과와 동일한 방향으로 유의하게 나타난 것으로, 본 연구의 가설을 지지하는 결과이다. 즉, 가설 1은 채택되었으며, 소액주주 지분율(MS)이 커질수록 이익조정이 없는 기업의 순수한 가치는 줄어드는 것으로 나타났다.

대주주 지분율(OWN)은 회귀계수가 0.040이고, 다른 선행연구들의 결과와 마찬가지로 비재량이익과 양(+)의 방향성을 보였지만 유의하지는 않았다. 외국인 지분율(FOR)은 회귀계수가 0.137이고 1% 수준에서 유의하게 나와 외국인투자자지분율이 많을수록 이익조정이 없는 기업의 순수한 가치는 커지는 것을 알 수 있었다. 선행연구에서도 정우성(2010)과 신현한 등(2004)이 외국인 주주의 존재여부가 기업가치와 양(+)의 상관관계가 있음을 보고한 바 있다. 본 연구는 이러한 선행연구들과 유사한 결과를 확인할 수 있었다.

통제변수로 사용된 영업위험(RISK)과 기업규모(SIZE)는 회귀계수가 각각 0.199, 0.222이며 모두 1% 수준에서 양(+)의 방향으로 유의하게 나타났지만, 부채비율(LEV)은 회귀계수가 -0.166이고 1% 수준에서 음(-)의 방향으로 유의하게 나타났다. 특히 기업규모(SIZE)는 독립변수들 중에서 종속변수에 가장 큰 영향을 미치는 변수인 것으로 나타났다.

산업별로 살펴보면 기준이 된 과학·기술서비스업과 비교해 다른 산업들은 비재량이익에 유의한 영향을 미치지 않았지만 모두 음(-)의 방향성을 나타내는 것을 알 수 있었다.

연도별로 살펴보면 기준이 된 2007년과 비교해 2005년이 비재량이익에 회귀계수가 0.139만큼 양(+)의 방향으로 1% 수준에서 유의한 영향을 미치는 것으로 나타났다. 2006년은 2007년과 비교해 비재량이익에 회귀계수가 0.162만큼 양(+)의 방향으로 1%수준에서 유의한 영향을 미치는 것으로 나타났다.

나. 모형 2의 회귀분석 결과

소액주주는 최근 들어 많은 권리행사를 통해 기업경영의 견제와 감시자로서의 역할이 증대되고 있다. 이에 따라 소액주주의 지분율이 기업의 전체 지분에서 차지하는 비율이 커질수록 소액주주의 영향력이 커져 경영자는 이익조정에 제한을 받을 것으로 예상된다.(박범진, 2009)

<표 Ⅳ-4>는 소액주주지분율을 포함한 기업지배구조 변수가 재량적 발생액에 미치는 영향을 나타낸 것이다.

< 표 Ⅳ-4> 이익의 질과 기업지배구조변수들 간 회귀분석 결과

$$DA_{it} = a + b_1 OWN_{it} + b_2 FOR_{it} + b_3 MS_{it} + b_4 RISK_{it} + b_5 LEV_{it} + b_6 SIZE_{it} + b_{7-11} IND_{it}^{DM} + b_{12-13} YD_{it}^{DM} + \varepsilon$$

변수	모형 2 회귀분석 결과				
	비표준화		표준화	t	VIF
	B	표준오차	β		
(상수)	-0.057	0.062		-0.930	
OWN	0.000	0.000	0.009	0.243	1.522
FOR	0.000	0.000	-0.064*	-1.821	1.399
MS	0.000	0.000	-0.073**	-2.008	1.515
RISK	0.075	0.019	0.132***	3.868	1.338
LEV	-0.045	0.015	-0.099***	-2.945	1.308
SIZE	0.004	0.002	0.067*	1.702	1.768
IN제조업^{DM}	-0.030	0.013	-0.153**	-2.317	5.006
IN건설업^{DM}	0.068	0.016	0.205***	4.260	2.655
IN도·소매업^{DM}	-0.020	0.016	-0.060	-1.268	2.556
IN운수업^{DM}	-0.052	0.019	-0.106***	-2.682	1.779
IN출판·서비스업^{DM}	0.025	0.019	0.052	1.329	1.730
Y2005^{DM}	0.005	0.006	0.028	0.813	1.347
Y2006^{DM}	-0.004	0.006	-0.024	-0.704	1.340
F	9.904***				
R^2	0.112				
Adj R^2	0.101				

주1) DA_{it}: 재량적 발생액, OWN: 대주주 지분율, FOR: 외국인 지분율, MS: 소액주주 지분율, RISK: 영업위험, LEV: 부채비율, SIZE: 기업규모, IN산업^{DM}: 각 산업별 더미변수, Y연도^{DM}: 각 연도별 더미변수.
주2) 변수의 정의는 위와 같고, ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타냄.

모형 2의 F값을 살펴보면 회귀모형이 1% 수준에서 유의하게 나타났으며, 모든 변수들의 VIF값이 10이하로 나타나 다중공선성의 문제는 없어, 모형의 설정은 적절한 것으로 나타났다. 모형의 설명력을 나타내는 R^2와 수정된 R^2는 각각 11.2%, 10.1%로 나타났다.

모형의 2의 결과를 살펴보면, 소액주주 지분율(MS)은 회귀계수가 -0.073이고 5% 수준에서 유의한 음(-)의 방향성을 나타냈다. 이는 본 연구의 기대부호와 회귀계수의 부호가 동일한 방향으로 나타났으며, 본 연구의

가설을 지지해주는 결과이다. 즉, 가설 2는 채택되었으며 소액주주 지분율이 많아질수록 경영자의 이익조정이 줄어든다는 것을 검증한 것이다.

외국인 지분율(FOR) 역시 회귀계수가 -0.064이고 10% 수준에서 유의한 음(-)의 방향성을 나타내었다. 즉, 소액주주 지분율(MS)뿐만 아니라 외국인 지분율(FOR)역시 증가할수록 경영자의 이익조정을 줄어들게 한다는 것을 알 수 있다.

대주주 지분율(OWN)은 회귀계수가 0.009로, 대주주 지분율(OWN)이 많아질수록 이익조정이 많아진다는 조용탁·김경호(2010), 박종일(2003)의 선행연구와 동일한 방향성을 나타내었지만 유의하게는 검증되지 않았다. 이것은 본 연구와 선행연구와의 변수 정의에 따른 차이에서 기인한 것이라고 추측된다. 조용탁·김경호(2010)와 박종일(2003)의 연구에서 사용된 대주주 지분율(OWN, LARGE)과 본 연구에서 사용된 대주주 지분율의 정의는 차이가 있고, 종속변수로 사용된 이익의 질을 측정한 방법에도 차이가 있으므로 이러한 결과는 당연한 것으로 생각된다.

통제변수로 사용된 영업위험(RISK)과 기업규모(SIZE)는 회귀계수가 각각 0.132와 0.067을 보였으며 1%와 10% 수준에서 유의한 양(+)의 방향성을 나타내었다. 이는 영업위험(RISK)이나 기업규모(SIZE)가 커질수록 이익조정을 더 많이 한다는 것을 의미한다. 하지만 부채비율(LEV)은 회귀계수가 -0.099로 1% 수준에서 유의한 음(-)의 방향성을 나타내었다.

산업별로 살펴보면 기준이 되는 과학·기술서비스업과 비교해 건설업은 회귀계수가 0.205고 1% 수준에서 유의한 양(+)의 영향력을 재량적 발생액에 미치는 것으로 나타났다. 그러나 제조업과 운수업은 회귀계수가 각각 -0.153, -0.106이고 모두 5%와 1% 수준에서 재량적 발생액에 유의한 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났지만 다른 산업들은 유의한 영향을 미치지는 않았다.

연도별로 살펴보면 기준이 되는 2007년과 비교해 2005년과 2006년은 유의한 영향을 미치지 않았다.

다. 모형 1-1의 회귀분석 결과

< 표 Ⅳ-5> 미래경영성과와 소액주주운동을 포함한 기업지배구조변수들 간 회귀분석 결과

$$NDNI_{it+1} = a + b_1 MINOR_{it}^{DM} + b_2 OWN_{it} + b_3 FOR_{it} + b_4 MS_{it} + b_5 RISK_{it} + b_6 LEV_{it} + b_7 SIZE_{it} + b_{8-12} IND_{it}^{DM} + b_{13-14} YD_{it}^{DM} + \varepsilon$$

변수	모형 1-1 회귀분석 결과				
	비표준화		표준화	t	VIF
	B	표준오차	β		
(상수)	-0.298	0.061		-4.884	
$MINOR^{DM}$	-0.059	0.019	-0.091***	-3.157	1.021
OWN	0.000	0.000	0.031	0.870	1.532
FOR	0.001	0.000	0.138***	4.074	1.399
MS	-0.001	0.000	-0.147***	-4.160	1.517
RISK	0.115	0.019	0.199***	6.005	1.338
LEV	-0.077	0.015	-0.168***	-5.115	1.309
SIZE	0.013	0.002	0.225***	5.920	1.769
$IN제조업^{DM}$	-0.021	0.013	-0.107*	-1.664	5.016
$IN건설업^{DM}$	-0.009	0.016	-0.028	-0.593	2.657
$IN도·소매업^{DM}$	-0.012	0.016	-0.036	-0.785	2.564
$IN운수업^{DM}$	-0.011	0.019	-0.022	-0.567	1.780
$IN출판·서비스업^{DM}$	0.015	0.019	0.031	0.815	1.731
$Y2005^{DM}$	0.025	0.006	0.141***	4.248	1.347
$Y2006^{DM}$	0.029	0.006	0.164***	4.951	1.341
F	14.385***				
R^2	0.165				
Adj R^2	0.154				

주1) $NDNI_{t+1}$: 비재량이익, $MINOR^{DM}$: 소수주주권 행사여부 더미변수, OWN: 대주주 지분율, FOR: 외국인 지분율, MS: 소액주주 지분율, RISK: 영업위험, LEV: 부채비율, SIZE: 기업규모, $IN산업^{DM}$: 각 산업별 더미변수, $Y연도^{DM}$: 각 연도별 더미변수.
주2) 변수의 정의는 위와 같고, ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타냄.

<표 Ⅳ-5>는 소액주주운동과 소액주주지분율을 포함한 기업지배구조 변수가 비재량이익에 미치는 영향을 나타낸 것이다.

모형 1-1의 F값을 살펴보면 회귀모형이 1% 수준에서 유의하게 나타났으며, 모든 변수들의 VIF값이 10이하로 나타나 다중공선성의 문제는 없어, 모형의 설정은 적절한 것으로 나타났다. 모형의 설명력을 나타내는 R^2와 수정된 R^2는 각각 16.5%, 15.4%로 나타났다.

모형 1-1의 결과를 살펴보면, 소수주주권 행사여부(MINOR)는 회귀계수가 -0.097이고 음(-)의 방향으로 1% 수준에서 유의하게 나타났다. 이는 본 연구의 기대부호와는 반대방향으로 나왔지만 통계적으로 유의하게 나온 것으로, 본 연구의 가설을 지지해 주는 결과이다. 즉, 가설 1-1은 채택되었으며 소액주주들의 경영권 견제 수단 중의 하나인 소액주주운동은 경영자의 이익조정이 없는 순수한 기업의 가치를 줄어들게 하는 효과가 있다는 것을 의미한다.

다른 독립변수들이나 통제변수들은 회귀계수에 조금씩의 차이는 있지만 모형 1과 모두 동일한 방향으로, 동일한 수준에서 유의하게 나타났다. 다만 산업별로 분리해서 보았을 때 기준이 되는 과학·기술서비스업에 비해서 제조업이 회귀계수가 -0.107로 10% 수준에서 음(-)의 방향으로 비재량 이익에 영향을 더 미친다는 것이 모형 1과의 차이점이다.

라. 모형 2-1의 회귀분석 결과

<표 Ⅳ-6>은 소액주주운동과 소액주주지분율을 포함한 기업지배구조 변수가 재량적 발생액에 미치는 영향을 나타낸 것이다.

< 표 Ⅳ-6> 이익의 질과 소액주주운동을 포함한 기업지배구조변수들 간 회귀분석 결과

$$DA_{it} = a + b_1 MINOR_{it}^{DM} + b_2 OWN_{it} + b_3 FOR_{it} + b_4 MS_{it} + b_5 RISK_{it} + b_6 LEV_{it} + b_7 SIZE_{it} + b_{8-12} IND_{it}^{DM} + b_{13-14} YD_{it}^{DM} + \varepsilon$$

변수	모형 2-1 회귀분석 결과				
	비표준화		표준화	t	VIF
	B	표준오차	β		
(상수)	-0.057	0.061		-0.933	
$MINOR^{DM}$	-0.025	0.019	-0.040	-1.338	1.021
OWN	0.000	0.000	0.005	0.137	1.532
FOR	0.000	0.000	-0.063*	-1.803	1.399
MS	0.000	0.000	-0.075**	-2.059	1.517
RISK	0.075	0.019	0.132***	3.863	1.338
LEV	-0.045	0.015	-0.100***	-2.972	1.309
SIZE	0.004	0.002	0.068*	1.742	1.769
IN제조업^{DM}	-0.031	0.013	-0.157**	-2.376	5.016
IN건설업^{DM}	0.067	0.016	0.203***	4.227	2.657
IN도·소매업^{DM}	-0.021	0.016	-0.063	-1.343	2.564
IN운수업^{DM}	-0.052	0.019	-0.107***	-2.710	1.780
IN출판·서비스업^{DM}	0.026	0.019	0.053	1.354	1.731
$Y2005^{DM}$	0.005	0.006	0.029	0.841	1.347
$Y2006^{DM}$	-0.004	0.006	-0.023	-0.676	1.341
F	9.331***				
R^2	0.114				
Adj R^2	0.102				

주1) DA_{it}: 재량적 발생액, $MINOR^{DM}$: 소수주주권 행사여부 더미변수, OWN: 대주주 지분율, FOR: 외국인 지분율, MS: 소액주주지분율, RISK: 영업위험, LEV: 부채비율, SIZE: 기업규모, IN산업^{DM}: 각 산업별 더미변수, Y연도^{DM}: 각 연도별 더미변수.
주2) 변수의 정의는 위와 같고, ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타냄.

모형 2-1의 F값을 살펴보면 회귀모형이 1% 수준에서 유의하게 나타났으며, 모든 변수들의 VIF값이 10이하로 나타나 다중공선성의 문제는 없어, 모형의 설정은 적절한 것으로 나타났다. 모형의 설명력을 나타내는 R^2와 수정된 R^2는 각각 11.4%, 10.2%로 나타났다.

모형 2-1의 결과를 살펴보면, 소수주주권 행사여부(MINOR)는 회귀계수가 -0.040이고 음(-)의 방향으로 나타나 본 연구의 기대부호와 동일한

방향으로 나타났지만 유의성은 확인할 수 없었다. 즉, 가설 1-1은 기각되었으며 소액주주들의 경영권 견제 수단 중의 하나인 소액주주운동이 경영자의 이익조정에 미치는 영향을 검증할 수 없었다.

다른 독립변수들이나 통제변수들을 살펴보면 회귀계수에 조금씩의 차이는 있지만 모형 2와 모두 동일한 방향으로, 동일한 수준에서 유의하게 나타났다.

4. 모형의 강건성 검증

본 연구에서는 극단관찰치(outliers)의 영향을 배제하고, 연구결과의 강건성의 위해 주요 변수값의 상하 4%를 초과하는 값을 제거한 후 분석을 시도해 보았다.

또한 다양한 업종으로 이루어진 표본은 동질성을 확보할 수 없기 때문에 연구의 주된 관심사항에 편의(bias)가 개입될 가능성이 있다.(이진수, 2010) 그렇기 때문에 본 연구에서는 전체표본 중 가장 많은 비율을 차지하는 제조업과 도매 및 소매업을 중심으로 연구를 진행시켰으며 특히, 본 연구자의 기대부호와 반대방향으로 유의하게 나온 모형 1과 모형 1-1을 중심으로 앞 절의 분석을 재수행 하였다.

가. 상하 4% 극단치 제거 회귀분석 결과

<표 Ⅳ-7>과 <표 Ⅳ-8>은 소액주주 지분율을 기준으로 상하 4% 극단치(outliers)를 제거한 연구표본의, 기업지배구조 변수와 소액주주 운동이

비재량이익에 미치는 영향을 나타낸 것이다.

< 표 Ⅳ-7> 미래경영성과와 기업지배구조변수들 간 회귀분석 결과

(소액주주 지분율 상하 4% 극단치 제거)

$$NDNI_{it+1} = a + b_1 OWN_{it} + b_2 FOR_{it} + b_3 MS_{it} + b_4 RISK_{it} + b_5 LEV_{it} + b_6 SIZE_{it} + b_{7-11} IND_{it}^{DM} + b_{12-13} YD_{it}^{DM} + \varepsilon$$

변수	모형 1 상하 4%극단치 제거 회귀분석 결과				
	비표준화		표준화	t	VIF
	B	표준오차	β		
(상수)	-0.276	0.062		-4.470	
OWN	0.000	0.000	0.056	1.556	1.436
FOR	0.001	0.000	0.161***	4.469	1.409
MS	-0.001	0.000	-0.089**	-2.453	1.421
RISK	0.111	0.019	0.203***	5.757	1.361
LEV	-0.070	0.015	-0.158***	-4.587	1.300
SIZE	0.011	0.002	0.210***	5.094	1.849
IN제조업^{DM}	-0.018	0.013	-0.097	-1.453	4.871
IN건설업^{DM}	-0.009	0.015	-0.028	-0.564	2.695
IN도·소매업^{DM}	-0.011	0.016	-0.035	-0.729	2.452
IN운수업^{DM}	-0.011	0.019	-0.023	-0.567	1.746
IN출판·서비스업^{DM}	0.017	0.019	0.035	0.891	1.700
Y2005^{DM}	0.025	0.006	0.145***	4.147	1.340
Y2006^{DM}	0.026	0.006	0.152***	4.374	1.327
F	11.686***				
R^2	0.139				
Adj R^2	0.127				

주1) $NDNI_{it+1}$: 비재량이익, OWN: 대주주 지분율, FOR: 외국인 지분율, MS: 소액주주지분율, RISK: 영업위험, LEV: 부채비율, SIZE: 기업규모, IN산업^{DM}: 각 산업별 더미변수, Y연도^{DM}: 각 연도별 더미변수.

주2) 변수의 정의는 위와 같고, ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타냄.

< 표 Ⅳ-8> 미래경영성과와 소액주주운동을 포함한 기업지배구조변수들 간 회귀분석 결과 (소액주주 지분율 상하 4% 극단치 제거)

$$NDNI_{it+1} = a + b_1 MINOR_{it}^{DM} + b_2 OWN_{it} + b_3 FOR_{it} + b_4 MS_{it} + b_5 RISK_{it} + b_6 LEV_{it} + b_7 SIZE_{it} + b_{8-12} IND_{it}^{DM} + b_{13-14} YD_{it}^{DM} + \varepsilon$$

변수	모형 1-1 상하 4%극단치 제거 회귀분석 결과				
	비표준화		표준화		
	B	표준오차	β	t	VIF
(상수)	-0.275	0.061		-4.471	
$MINOR^{DM}$	-0.061	0.018	-0.101***	-3.325	1.020
OWN	0.000	0.000	0.048	1.338	1.442
FOR	0.001	0.000	0.163***	4.561	1.410
MS	-0.001	0.000	-0.090**	-2.508	1.421
RISK	0.111	0.019	0.202***	5.762	1.362
LEV	-0.071	0.015	-0.160***	-4.674	1.300
SIZE	0.011	0.002	0.212***	5.176	1.849
$IN제조업^{DM}$	-0.020	0.013	-0.107	-1.612	4.881
$IN건설업^{DM}$	-0.010	0.015	-0.032	-0.653	2.696
$IN도·소매업^{DM}$	-0.015	0.016	-0.044	-0.930	2.461
$IN운수업^{DM}$	-0.014	0.019	-0.030	-0.741	1.751
$IN출판·서비스업^{DM}$	0.018	0.019	0.038	0.963	1.700
$Y2005^{DM}$	0.025	0.006	0.148***	4.252	1.340
$Y2006^{DM}$	0.026	0.006	0.154***	4.449	1.327
F		11.758***			
R^2		0.149			
Adj R^2		0.136			

주1) $NDNI_{t+1}$: 비재량이익, $MINOR^{DM}$: 소수주주권 행사여부 더미변수, OWN: 대주주 지분율, FOR: 외국인 지분율, MS: 소액주주지분율, RISK: 영업위험, LEV: 부채비율, SIZE: 기업규모, $IN산업^{DM}$: 각 산업별 더미변수, $Y연도^{DM}$: 각 연도별 더미변수.
주2) 변수의 정의는 위와 같고, ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타냄.

극단치 제거 모형 1과 모형 1-1의 F값을 살펴보면 회귀모형이 1% 수준에서 유의하게 나타났으며, 모든 변수들의 VIF값이 10이하로 나타나 다중공선성의 문제는 없어, 모형의 설정은 적절한 것으로 나타났다. 모형의 설명력을 나타내는 R^2와 수정된 R^2는 모형 1은 각각 13.9%, 12.7%, 모형 1-1은 각각 14.9%, 13.6%로 나타났다.

극단치(outliers)를 제거한 결과, 제거 전과 비교해 회귀계수의 부호가

바뀐다거나 주요변수의 유의수준이 크게 달라지지 않아 본 연구의 분석결과에는 큰 영향이 없었으며 본 연구의 가설 검증결과는 여전히 유지되었다.

나. 제조업 회귀분석 결과

<표 Ⅳ-9>과 <표 Ⅳ-10>은 표본의 동질성을 확보하여 연구의 관심사항에 미치는 편의(bias)를 제거하기 위해, 본 연구의 전체 표본 중 가장 많은 비율을 차지하는 제조업(KSI-9 산업 분류의 대분류)의, 기업지배구조 변수와 소액주주 운동이 비재량이익에 미치는 영향을 나타낸 것이다.

< 표 Ⅳ-9> 미래경영성과와 기업지배구조변수들 간 회귀분석 결과 (제조업만 분석)

$$NDNI_{it+1} = a + b_1 OWN_{it} + b_2 FOR_{it} + b_3 MS_{it} + b_4 RISK_{it} + b_5 LEV_{it} + b_6 SIZE_{it} + b_{7-8} YD_{it}^{DM} + \varepsilon$$

변수	모형 1 제조업 회귀분석 결과				
	비표준화		표준화	t	VIF
	B	표준오차	β		
(상수)	-0.344	0.062		-5.597	
OWN	0.000	0.000	0.019	0.485	1.522
FOR	0.001	0.000	0.123***	3.237	1.427
MS	-0.001	0.000	-0.117***	-2.919	1.578
RISK	0.154	0.021	0.267***	7.412	1.272
LEV	-0.106	0.015	-0.246***	-7.005	1.210
SIZE	0.014	0.002	0.249***	6.003	1.686
$Y2005^{DM}$	0.021	0.006	0.124***	3.347	1.341
$Y2006^{DM}$	0.024	0.006	0.147***	3.973	1.336
F		23.929***			
R^2		0.195			
Adj R^2		0.187			

주1) $NDNI_{it+1}$: 비재량이익, OWN: 대주주 지분율, FOR: 외국인 지분율, MS: 소액주주지분율, RISK: 영업위험, LEV: 부채비율, SIZE: 기업규모, $Y연도^{DM}$: 각 연도별 더미변수.
주2) 변수의 정의는 위와 같고, ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타냄.

< 표 Ⅳ-10> 미래경영성과와 소액주주운동을 포함한

기업지배구조변수들 간 회귀분석 결과 (제조업만 분석)

$$NDNI_{it+1} = a + b_1 MINOR_{it}^{DM} + b_2 OWN_{it} + b_3 FOR_{it} + b_4 MS_{it} + b_5 RISK_{it} + b_6 LEV_{it} + b_7 SIZE_{it} + b_{8-9} YD_{it}^{DM} + \varepsilon$$

변수	모형 1-1 제조업 회귀분석 결과				
	비표준화		표준화	t	VIF
	B	표준오차	β		
(상수)	-0.341	0.061		-5.576	
$MINOR^{DM}$	-0.079	0.021	-0.117***	-3.690	1.008
OWN	0.000	0.000	0.010	0.265	1.527
FOR	0.001	0.000	0.126***	3.322	1.427
MS	-0.001	0.000	-0.118***	-2.963	1.578
RISK	0.154	0.021	0.268***	7.496	1.272
LEV	-0.108	0.015	-0.249***	-7.156	1.211
SIZE	0.014	0.002	0.248***	6.028	1.686
$Y2005^{DM}$	0.021	0.006	0.126***	3.449	1.341
$Y2006^{DM}$	0.025	0.006	0.151***	4.131	1.337
F		23.123***			
R^2		0.209			
Adj R^2		0.200			

주1) $NDNI_{t+1}$: 비재량이익, $MINOR^{DM}$: 소수주주권 행사여부 더미변수, OWN: 대주주 지분율, FOR: 외국인 지분율, MS: 소액주주지분율, RISK: 영업위험, LEV: 부채비율, SIZE: 기업규모, Y연도^{DM}: 각 연도별 더미변수.

주2) 변수의 정의는 위와 같고, ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타냄.

전체 연구표본 중 제조업만 사용한 모형 1과 모형 1-1의 F값을 살펴보면 회귀모형이 1% 수준에서 유의하게 나타났으며, 모든 변수들의 VIF값이 10이하로 나타나 다중공선성의 문제는 없어, 모형의 설정은 적절한 것으로 나타났다. 모형의 설명력을 나타내는 R^2와 수정된 R^2는 모형 1은 각각 19.5%, 18.7%, 모형 1-1은 각각 20.9%, 20%로 나타났다.

제조업만 분리해서 분석해본 결과, 회귀계수의 부호가 바뀐다거나 주요변수의 유의수준이 크게 달라지지 않아 본 연구의 분석결과에는 큰 영향이 없었으며 본 연구의 가설 검증결과는 여전히 유지되었다.

다. 제조업과 도·소매업 회귀분석 결과

<표 Ⅳ-11>과 <표 Ⅳ-12>는 본 연구의 전체 표본 중 가장 많은 비율을 차지하는 제조업과 도매 및 소매업의 연구표본을 대상으로, 기업지배구조 변수와 소액주주 운동이 비재량이익에 미치는 영향을 나타낸 것이다.

< 표 Ⅳ-11> 미래경영성과와 기업지배구조변수들 간 회귀분석 결과
(제조업과 도·소매업만 분석)

$$NDNI_{it+1} = a + b_1 OWN_{it} + b_2 FOR_{it} + b_3 MS_{it} + b_4 RISK_{it} + b_5 LEV_{it} + b_6 SIZE_{it} + b_7 IND_{it}^{DM} + b_{8-9} YD_{it}^{DM} + \varepsilon$$

변수	모형 1 제조업+도·소매업 회귀분석 결과				
	비표준화		표준화	t	VIF
	B	표준오차	β		
(상수)	-0.371	0.068		-5.467	
OWN	0.000	0.000	0.046	1.205	1.520
FOR	0.001	0.000	0.119***	3.247	1.383
MS	-0.001	0.000	-0.140***	-3.603	1.552
RISK	0.140	0.022	0.220***	6.265	1.263
LEV	-0.084	0.017	-0.174***	-5.088	1.204
SIZE	0.015	0.002	0.242***	5.996	1.664
IN제조업^{DM}	-0.011	0.011	-0.034	-1.063	1.029
Y2005^{DM}	0.026	0.007	0.136***	3.771	1.340
Y2006^{DM}	0.030	0.007	0.160***	4.419	1.336
F	18.891***				
R^2	0.166				
Adj R^2	0.157				

주1) $NDNI_{it+1}$: 비재량이익, OWN: 대주주 지분율, FOR: 외국인 지분율, MS: 소액주주지분율, RISK: 영업위험, LEV: 부채비율, SIZE: 기업규모, IN산업^{DM}: 각 산업별 더미변수, Y연도^{DM}: 각 연도별 더미변수.
주2) 변수의 정의는 위와 같고, ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타냄.

< 표 Ⅳ-12> 미래경영성과와 소액주주운동을 포함한 기업지배구조변수들 간 회귀분석 결과 (제조업과 도·소매업만 분석)

$$NDNI_{it+1} = a + b_1 MINOR_{it}^{DM} + b_2 OWN_{it} + b_3 FOR_{it} + b_4 MS_{it} + b_5 RISK_{it} + b_6 LEV_{it} + b_7 SIZE_{it} + b_8 IND_{it}^{DM} + b_{9-10} YD_{it}^{DM} + \varepsilon$$

변수	모형 1-1 제조업+도·소매업 회귀분석 결과				
	비표준화		표준화	t	VIF
	B	표준오차	β		
(상수)	-0.368	0.067		-5.454	
$MINOR^{DM}$	-0.077	0.025	-0.098***	-3.134	1.008
OWN	0.000	0.000	0.040	1.030	1.525
FOR	0.001	0.000	0.121***	3.315	1.383
MS	-0.001	0.000	-0.141***	-3.642	1.552
RISK	0.140	0.022	0.220***	6.310	1.263
LEV	-0.086	0.016	-0.177***	-5.194	1.204
SIZE	0.015	0.002	0.241***	6.006	1.664
$IN제조업^{DM}$	-0.010	0.010	-0.030	-0.965	1.030
$Y2005^{DM}$	0.026	0.007	0.139***	3.853	1.341
$Y2006^{DM}$	0.031	0.007	0.163***	4.544	1.338
F		18.160***			
R^2		0.175			
Adj R^2		0.166			

주1) $NDNI_{t+1}$: 비재량이익, $MINOR^{DM}$: 소수주주권 행사여부 더미변수, OWN: 대주주 지분율, FOR: 외국인 지분율, MS: 소액주주지분율, RISK: 영업위험, LEV: 부채비율, SIZE: 기업규모, $IN산업^{DM}$: 각 산업별 더미변수, $Y연도^{DM}$: 각 연도별 더미변수.
주2) 변수의 정의는 위와 같고, ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타냄.

전체 연구표본 중 제조업만 사용한 모형 1과 모형 1-1의 F값을 살펴보면 회귀모형이 1% 수준에서 유의하게 나타났으며, 모든 변수들의 VIF값이 10이하로 나타나 다중공선성의 문제는 없어, 모형의 설정은 적절한 것으로 나타났다. 모형의 설명력을 나타내는 R^2와 수정된 R^2는 모형 1은 각각 16.6%, 15.7%, 모형 1-1은 각각 17.5%, 16.6%로 나타났다.

제조업과 도매 및 소매업을 다른 산업과 분리해서 분석해본 결과, 회귀계수의 부호가 바뀐다거나 주요변수의 유의수준이 크게 달라지지 않아 본 연구의 분석결과에는 큰 영향이 없었으며 본 연구의 가설 검증결과는 여전히 유지되었다.

Ⅴ. 결론

최근 우리나라에서는 기업의 경영진을 견제하려는 소액주주들의 움직임이 많이 포착되고 있다. 이러한 움직임은 IMF이후 계속된 개정상법의 개선을 통해 소액주주들의 권한이 강화되고, 소액주주들의 기업 경영진에 대한 법률적 견제 수단인 소액주주권의 행사요건이 완화되어 온 결과이다.

소액주주운동은 1997년부터 본격적으로 시작되었고 금융시장이 활발해지면서 보다 더 많은 일반 개인들이 주식에 참여하고 있지만, 권리의 행사에 소극적이고 그 영향력이 미미하여 그동안 우리나라의 기업지배구조 관련 선행연구에서 소액주주라는 변수가 제외된 경우가 대다수였다.

따라서 본 연구에서는 소액주주 지분율을 중심으로 한 기업지배구조가 기업의 미래경영성과와 이익의 질에 미치는 영향을 실증 분석하고자 하였다. 또한 추가적으로 소액주주의 권익찾기 운동인 소액주주운동이 기업의 미래경영성과와 이익의 질에 미치는 영향을 알아보고자 하였다.

본 연구는 위와 같은 배경 하에 기업지배구조에서 소액주주라는 변수가 기업에 미치는 영향을 분석하여 다음과 같은 실증적 연구결과를 제시한다.

첫째, 소액주주 지분율이 기업의 미래경영성과에 어떠한 영향을 미치는지를 분석하였다. 분석 결과에 의하면, 소액주주 지분율(MS)이 커지면 기업의 미래경영성과는 줄어드는 것으로 유의하게 나타났다. 이는 본 연구의 가설을 지지해 주는 결과로써, 소액주주 지분율이 많으면 기업의 경영자는 공격적인 기업경영을 제한받기 때문인 것으로 이해된다. 실제로 종속변수로 미래경영성과의 대리변수인 비재량이익(NDNI)을 사용한 실증분석 결과를 보면 비재량이익(NDNI)과 영업위험(RISK)은 높은 양(+)의 상관관

계를 가진다는 것을 알 수 있다. 영업위험(RISK)이 높다는 것은 그만큼 경영자가 공격적인 경영을 한다는 것을 의미하므로, 공격적인 경영은 기업의 미래경영성과를 높이는 것으로 이해할 수 있다. 즉, 소액주주의 감시로 인해 공격적인 기업 경영을 제한받는 기업의 가치는 줄어드는 것으로 보인다. 결과의 강건성을 위해 추가적으로 소액주주 지분율의 상하 4%의 극단치(outliers)를 제거하고 분석을 재수행 해 보았고, 업종에 의한 편의(bias)를 제거하기 위해 연구표본 중 가장 많은 비율을 차지하는 제조업과 도매 및 소매업을 대상으로 분석을 재수행 해 보았으나 결과에는 큰 차이가 없었다.

둘째, 소액주주 지분율이 경영자의 이익조정에 어떠한 영향을 미치는지를 분석하였다. 분석 결과에 의하면, 소액주주 지분율(MS)이 커질수록 경영자는 하향 이익조정 내지는 이익조정을 적게 하는 것으로 유의하게 나타났다. 이는 소액주주 지분율이 많을수록 소액주주의 감시가 커져, 경영자로 하여금 기업의 경영을 투명하게 하려는 유인이 생기게끔 한다는 것을 의미한다.

본 연구에서는 추가분석으로써, 현재 활발히 진행되고 있고 시간이 갈수록 더욱 활발해 질 것으로 예상되는 소액주주운동을, 소수주주권의 행사(MINOR)라는 대리변수를 사용해 기업에 미치는 영향을 분석하였다. 그 결과는 다음과 같다.

첫째, 소수주주권의 행사(MINOR)가 기업의 미래경영성과에 어떠한 영향을 미치는지를 분석하였다. 분석 결과를 살펴보면, 소수주주권의 행사(MINOR)가 있었던 기업의 미래경영성과는 줄어드는 것으로 유의하게 나타났다. 이는 소액주주 지분율(MS)이 미래경영성과에 미치는 영향과 동일한 결과로 소수주주권의 행사(MINOR) 역시 경영자의 공격적인 경영을 상당히 제한하는 것을 의미한다. 이 분석 역시 결과의 강건성을 위해 추가적

으로 소액주주 지분율의 상하 4%의 극단치(outliers)를 제거하고 분석을 재수행 해 보았고, 업종에 의한 편의(bias)를 제거하기 위해 연구표본 중 가장 많은 비율을 차지하는 제조업과 도매 및 소매업을 대상으로 분석을 재수행 해 보았으나 결과에는 큰 차이가 없었다.

둘째, 소수주주권의 행사(MINOR)가 경영자의 이익조정에 어떠한 영향을 미치는지를 분석하였다. 분석 결과를 살펴보면, 소수주주권의 행사(MINOR)가 경영자의 이익조정에 미치는 유의미한 분석결과를 얻지 못했다. 본 연구자는 소수주주권의 행사(MINOR)역시 소액주주 지분율(MS)이 경영자의 이익조정에 미치는 영향과 동일한 방향으로 분석결과가 나올 것을 예상했으나, 회귀계수의 부호는 동일하게 나왔으나 통계적으로 유의미한 결과는 얻지 못했다.

본 연구는 지금까지 기업지배구조 관련 변수로서 소외되어 왔던 소액주주 지분율(MS)과 소수주주권의 행사(MINOR)가 기업가치와 경영자의 이익조정에 미치는 영향력을 검증하였다는 점에서 본 연구의 의미를 찾을 수 있지만 다음과 같은 한계점을 가진다.

먼저, 본 연구에 사용된 표본의 기간이 3년으로 너무 짧다라는 것이다. 이것에 대한 변으로서, 자료수집에 결측치가 너무 많았다는 점을 들고 싶다. 본 연구는 한국신용평가(주)의 KIS-Value를 통해 각 기업의 재무자료를 받았다. 원래 연구자는 IMF 직후인 1998년 자료부터 2010년 자료까지 모두 사용 할 예정이었지만, 재무자료에 결측치가 없고 앞 절에 나와 있는 표본의 선정기준을 모두 만족하는 기업을 대상으로 하려다보니 표본의 기간이 3년으로 줄어들 수밖에 없었다. 향후 소액주주 지분율 관련 연구가 진행된다면, 표본의 기간을 확대하면 더 좋은 결과가 나올 것으로 기대한다.

또 다른 한계점으로는, 소액주주의 주체와 기업경영에 참여하는 주기

가 명확하지 않다는 것이다. 소액주주들은 지분이 넓게 분산되어 있고, 그 영향력의 행사주체가 수시로 바뀐다. 또한 소액주주가 어떻게 구성되어 있느냐에 따라서 기업경영에 행사 가능한 영향력이 달라질 것으로 예상된다. 그리고 현실적으로 소액주주들이 기업경영에 참여하는 방법은 주주총회를 통해서도 가능하겠지만, 실질적으로 기업경영에 영향력을 미치는 것은 소액주주운동들 인데 발생주기가 부정기적인 것이 현실이다.(박범진, 2009) 따라서 소액주주의 행사주체와 구성, 시기를 통제해야 하나 자료수집의 어려움으로 인하여 본 연구에는 포함시키지 못했다. 향후 소액주주관련 연구가 진행된다면 이러한 부분을 고려한 추가적인 연구가 필요하다고 생각한다.

본 연구의 결과들은 많은 이론적 한계에도 불구하고 기업지배구조에서 소액주주의 영향력을 보여주었고, 소액주주와 관련하여 실증적인 연구결과들을 제시하였다. 이러한 본 연구의 기대효과로서, 향후 소액주주도 기업지배구조의 한 일원으로서 그 역할이 더욱 주목되어 질 것이다. 시간이 지날수록 기업지배구조와 관련하여 소액주주의 영향력이 증대될 것으로 기대되므로, 앞서 밝힌 한계점들을 보완하여 좀 더 체계적이고 논리적인 연구들이 진행되어야 할 것이다.

<참고문헌>

고동원(2010), 기업의 지배구조가 현금흐름에 미치는 영향: 엔터테인먼트 산업을 중심으로, 한국콘텐츠학회논문집, 제10권, 제3호, pp.187-195.

고승의(2007), 소유구조와 경영성과: 소액주주지분을 중심으로, 상장협연구, 한국상장회사협의회, 제55호(2007 춘계호), pp.134-167.

곽영민·장지경(2010), 기업지배구조가 보고이익의 정보력에 미치는 영향: 사외이사·감사위원회를 중심으로, 국제회계연구, 제33집, pp.1-22.

권대현·최종학·신재용·현정훈(2011), 지배주주-소액주주 간 대리인문제가 이사회 및 감사위원회 특성에 미치는 영향, 한국회계학회 학술연구 발표회 논문집, 한국회계학회, Vol.2011 No.2, pp.31-59.

권수영·김문철·손성규·최관·한봉희(2010), 자본시장에서의 회계정보 유용성, 신영사, p.377.

기현희(2010), 지분율이 기업가치와 재량적발생에 미치는 영향, 회계정보연구, 한국회계정보학회, 제28권, 제3호, pp.79-99.

김명애(2011), 개인대주주지분이 소액주주의 이익에 미치는 영향: 현금배분 의사결정을 중심으로, 재무관리연구, 한국재무관리학회, 제28권, 제3호, pp.109-137.

김문철·전영순·이정엽(2010), 내부자거래와 이익조정, 회계학연구, 제35권, 제4호, pp.1-37.

김성환·김태동·김상기(2009), 지주회사 전환과정에서 지배주주와 소수주주의 이해상충, 회계연구, 대한회계학회, 제14권, 제1호, pp.299-323.

김용원(2008), 참여연대의 소액주주운동에 대한 정치경제적 고찰: 신자유주의적 세계화와의 관련성을 중심으로, 서울대학교 대학원, 정치학과, 학위논문(석사).

김정재(2010), 재무회계이론, 신영사, pp.48-49, 204, 213-214.

김효진·윤순석(2010), 소유지배괴리도가 기업지배구조와 이익조정에 미치는 영향, 회계정보연구, 한국회계정보학회, 제28권, 제2호, pp.1-32.

박범진(2009), 소액주주의 감시가 이익조정에 미치는 영향, 산업경제연구, 제22권, 제6호, pp.3009-3033.

박영기(2007), 지배주주에 의한 소액주주의 이익침해에 관한 연구, 부산대학교 대학원, 회계학과, 학위논문(석사).

박종일(2003), 기업지배구조와 이익조정: 최대주주 지분율을 중심으로, 회계학연구, 제228권, 제2호, pp.135-172.

신현한·이상철·장진호(2004), 외부감시주체와 기업가치, 재무연구, 제17권, 제1호, pp.41-72.

안홍복(2009), 기업지배구조에서 대주주간 경쟁가능성과 기업가치의 관련성 분석, 국제회계연구, 제25집, pp.91-111.

오준환(2009), 기업지배구조, 회계정보 및 기업가치: 한국과 미국 자본시장의 비교연구, 세무와회계저널, 한국세무학회, 제10권, 제4호, pp.75-115.

이미정(2005), 소유권 지배권 격차가 기업가치에 미치는 영향, 부경대학교 대학원, 경제학과, 학위논문(석사).

이상민(2006), 기업의 사회적 책임과 주주행동주의: 미국과 한국의 소액주주운동 비교, 한국사회학, 한국사회학회, 제40집, 제5호, pp.99-136.

이상철(2008), 대리인문제와 기업지배구조가 회계이익의 정보성에 미치는 영향, 관리회계연구, 한국관리회계학회, 제8권, 제1호, pp.1-37.

이종용(2007), 시장에서의 한국 시민사회의 역할, 한양대학교 대학원, 정치외교학과, 학위논문(석사).

이진수(2010), 감사품질의 정보효과와 시장효율성 검증, 국제회계학연구, 한

국국제회계학회, 제33집, pp.299-322.
이진수·라기례·김정교(2010), 우리나라 기업의 이익관리유형과 기업지배구조의 영향, 국제회계연구, 한국국제회계학회, 제31집, pp.311-342.
이호영·이정화·고재민(2008), 소유구조에 따른 이익조정 수단의 차별적 선택, 한국회계학회 학술연구발표회 논문집, 한국회계학회, pp.1-35.
장하성(1997), 소액주주 권리 운동의 의의와 실천 방안, 소액주주 권익운동에 관한 정책토론회, 참여연대, pp.1-14.
정우성(2010), 기업지배구조에 따른 이익의 정보효과, 재무와 회계정보저널, 한국회계정보학회, 제10권, 제1호, pp.51-79.
조시영(2011.04.22), '국민연금, 해외주총서 첫 반대표', 매일경제.
조용탁·김경호(2010), 기업지배구조가 이익의 질 및 기업가치에 미치는 영향, 2010년 대한회계학회 춘계학술발표대회 발표논문집, pp.346-375.
홍수희·김명서(2010), 기업지배구조가 이익조정에 미치는 영향에 관한 실증연구: CSV와 EVA간의 차이를 중심으로, 2010년 통합학술대회, 한국경영학회, pp.1-21.